

REAL ESTATE MARKET

OUTLOOK

2019

CBRE



Alessandro Mazzanti
CEO CBRE Italy

Dopo tre anni di crescita, con un 2017 da record, il mercato immobiliare italiano ha subito una battuta d'arresto l'anno scorso. Tuttavia, guardiamo con moderato ottimismo alle prospettive del 2019, ben consapevoli di un concetto molto chiaro: il real estate italiano resta abbondantemente al di sotto delle potenzialità legate all'economia reale tanto che, senza i lacci e laccioli della burocrazia e con una strumentazione finanziaria più adeguata, il mercato potrebbe essere fino a tre volte più grande di quello attuale.

Nel 2018 le transazioni immobiliari nel nostro Paese sono calate del 22% circa, nel contesto di un mercato UE che si è espanso leggermente. Perché l'Italia ha viaggiato in controtendenza nonostante un'economia che è cresciuta (seppur meno dei partner del Vecchio Continente)? I motivi sono principalmente due. Il ruolo principale l'ha giocato l'incertezza politica che ha determinato a catena un aumento dello spread e un rallentamento dell'accesso ai finanziamenti. In un mercato immobiliare italiano legato quasi interamente ai prestiti bancari, l'aumento della volatilità dei mercati finanziari ha pesato molto, oltre al fatto che la maggioranza degli investitori sono stranieri e hanno rallentato l'attività nella Penisola. Il secondo fattore che ha frenato il sistema – seppur in misura più ridotta - è stata una certa mancanza di prodotto, in particolare per logistica, hotel e uffici.

In realtà, il 2018 non è stato un anno del tutto negativo. Il mercato dei conduttori ha toccato il picco su Milano, con 400mila metri quadri, registrando ottimi dati anche su Roma. La logistica ha mostrato un trend confortante (in particolare sull'*e-commerce*) e sarebbe quasi in linea col 2017 al netto delle partite straordinarie. Sostanzialmente stabile anche il segmento degli hotel ma siamo convinti che ripartirà con decisione quest'anno: non solo perché il turismo cresce molto ma anche e soprattutto perché c'è ancora un gap evidente tra la media europea di hotel di lusso in Italia (10%) e in Europa (30%). E la qualità la si ottiene soltanto con i *brand* importanti.

Per il 2019, salvo eventi geopolitici destabilizzanti, ci aspettiamo un anno stabile o migliore rispetto al 2018 anche se probabilmente ancora sotto i livelli del 2017. I settori chiave saranno logistica e hotel, mentre per il retail non ci sarà una crescita importante ma, piuttosto, una selezione attenta: chi sarà in grado di farla potrà scovare opportunità interessanti perché i prezzi sono scesi. Parliamo di un settore che nel 2018 ha ben performato (in linea col 2017) rispetto ad altre realtà europee, dove ha subito maggiore contrazione perché lo stock era superiore. Oggi siamo in una fase di evoluzione: con l'aumento dell'*e-commerce* vengono premiate le strutture più grandi e i centri commerciali sono dei "contenitori" molto interessanti dove inserire nuovi format.

Concluderei con qualche breve considerazione sull'economia italiana, i cui fondamentali restano buoni. Crediamo che il 2019 sarà forse lievemente peggiore, probabilmente stagnante, ma il vero punto non è questo. Il nostro mercato immobiliare, che vede ormai una quota stabile oltre il 60% in capo agli stranieri, resta al di sotto delle potenzialità dell'economia reale per tanti motivi, ma soprattutto per un'eccessiva burocrazia e la dipendenza quasi totale dal settore bancario per la parte finanziamenti, fattori che continuano a frenare un settore altrimenti capace di una crescita significativa e continua nel tempo.

PAG 7

OUTLOOK ECONOMICO

Le politiche commerciali protezionistiche hanno frenato la crescita e sono la principale causa del previsto rallentamento nel 2019. In Europa, il sostegno monetario continuerà e le condizioni del credito rimarranno mediamente favorevoli, gli effetti di shock settoriali temporanei (settore auto) tenderanno a esaurirsi. In Italia, l'esito della trattativa con la Commissione Europea crea le condizioni per un clima più favorevole agli investimenti privati. La minore crescita attesa potrebbe tuttavia riproporre nel 2019 le tensioni politiche e di mercato osservate nel 2018.

PAG 25

OUTLOOK UFFICI

Nel 2018 il mercato degli affitti ha segnato un nuovo record e trainato il settore direzionale milanese e quello romano, registrando un'ottima performance. Per entrambe le città l'outlook per il 2019 è positivo: durante l'anno si prevede il consolidamento dei trend legati ai *serviced office* e *co-working* e la parola d'ordine sarà riqualificazione degli spazi esistenti.

PAG 37

OUTLOOK LOGISTICA

Prosegue il forte interesse verso la Logistica. Il peso degli investimenti in questo comparto, sul totale degli investimenti annui in ambito *commercial real estate*, è passato dal 5% del decennio precedente a oltre il 10% del ciclo attuale. Nel 2019 ci si aspetta che questo trend positivo continui.

PAG 19

OUTLOOK INVESTIMENTI

Il 2018 segna un rallentamento rispetto all'elevata performance del 2017, complice la carenza di prodotto di qualità del comparto Uffici, che tendenzialmente guida i volumi del CRE italiano. Buone le aspettative per il 2019, in particolar modo nei settori Hotels e Logistica.

PAG 31

OUTLOOK RETAIL

Gli investimenti nel comparto Retail, le vendite al dettaglio e il flusso di visitatori sono stati in linea con il 2017. Il 2018 ha assistito a importanti nuovi ingressi nel mercato e al consolidamento dei tanti *brand* internazionali presenti sul territorio. Per il 2019 ci si attende il consolidarsi di alcune nuove abitudini di consumo, il progredire dei nuovi format retail e l'arrivo di ulteriori nuovi *player*.

PAG 43

OUTLOOK RESIDENZIALE

L'attività 2018 ha confermato quanto emerso già nel 2017: forte interesse per l'Italia da parte degli investitori e crescente appetibilità del comparto residenziale. Nel 2019 prevista una maggiore attenzione verso un prodotto residenziale alternativo e di qualità in grado di colmare una domanda sempre più in ascesa.

PAG 59

OUTLOOK HOTELS

Un altro buon anno per gli investimenti nel settore alberghiero italiano che con circa 1,3 miliardi di Euro di volume transato, lievemente in calo rispetto al 2017 (-3%), è diventato il terzo settore immobiliare dove investire in Italia (dopo Office e Retail), rappresentando il 15% dell'investito nel Commercial Real Estate. Il 2019 si prospetta anno molto promettente con volumi record stimati prossimi ai 2,0 miliardi di Euro. Alla luce delle opportunità di investimento alberghiero già presenti nel mercato italiano, sono infatti attesi volumi in forte crescita, superiori al precedente biennio, ed investimenti da parte di investitori internazionali, comprese alcune grandi catene alberghiere.

PAG 49

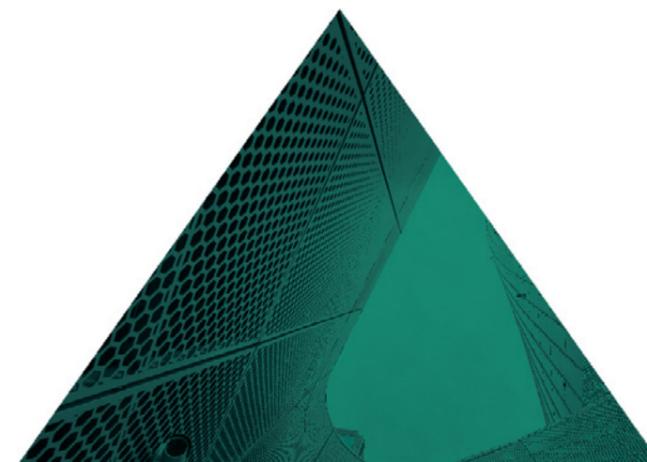
OUTLOOK ALTERNATIVES

Tra gli Alternative asset, lo Student Housing è senza dubbio un settore emergente in molte città universitarie italiane, con grande potenziale di crescita. Il settore Healthcare si presenta più strutturato, con volumi consolidati, riscuotendo l'interesse di importanti *player* internazionali.

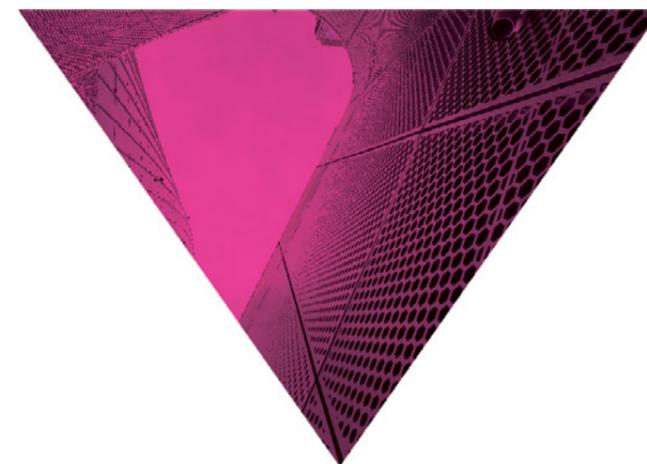
PAG 65

OUTLOOK NPLs

Dopo aver confermato tutti i trend di crescita previsti per il 2018, il mercato italiano resterà ancora al centro dell'interesse internazionale. I volumi tenderanno ad un consolidamento, con un focus crescente su UTP e posizioni *single-name* da ristrutturare.



OUTLOOK ECONOMICO



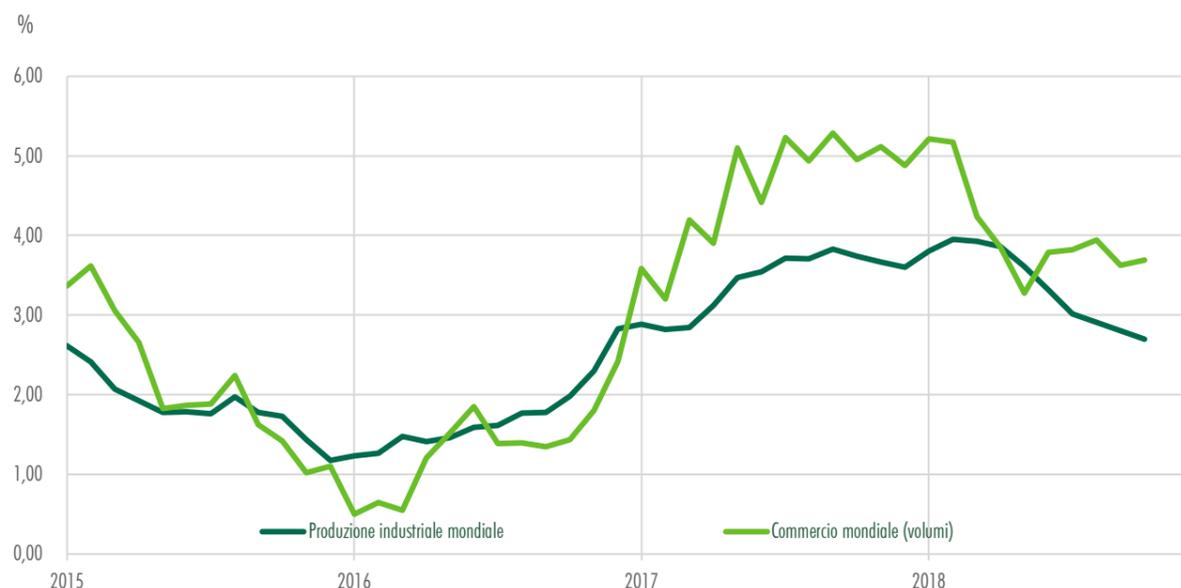
PROSPETTIVE DI CRESCITA ECONOMICA MONDIALE PIÙ INCERTA

Gli andamenti macroeconomici globali del 2018 sono stati condizionati dalle politiche protezionistiche

Nel 2018 l'economia mondiale ha registrato un andamento positivo, in linea con il 2017: la crescita economica globale è stata del 3,5% (FMI), la produzione industriale è cresciuta del 2,6% (CPB), il volume del commercio mondiale del 4,2% (FMI), l'indice J.P.Morgan Global Manufacturing PMI si è mantenuto

sopra 50, ad indicare una tendenza ancora espansiva del settore. Tuttavia, la medesima crescita media nei due anni cela un'evoluzione tendenziale di segno opposto: alla tendenza all'aumento nel 2017 si contrappone la tendenza alla riduzione nel 2018, in particolare nella seconda metà dell'anno.

PRODUZIONE INDUSTRIALE MONDIALE E COMMERCIO MONDIALE (VARIAZIONE % TENDENZIALE)



Fonte: FMI e CPB World Trade Monitor

Nota: Produzione industriale e commercio mondiale sono rappresentati come media mobile su tre mesi del tasso di variazione tendenziale

La flessione della crescita è stata accompagnata da un aumento dei rischi globali.

I principali elementi di incertezza derivano dai seguenti fattori:

- le tensioni commerciali globali innescate dalle misure protezionistiche statunitensi;
- i problemi di vulnerabilità finanziaria dei Paesi emergenti;
- l'incertezza legata ai possibili effetti recessivi della Brexit;
- i problemi geopolitici (USA-Iran, USA-Turchia, Usa-Cina);
- le tensioni tra l'Italia e l'Unione Europea sulle politiche di bilancio.

Outlook globale per il 2019: domina l'incertezza

Nel primo semestre del 2018 le principali economie avanzate hanno operato in condizioni prossime al pieno impiego e mostrato alcuni segnali di ripresa dell'inflazione; questi segnali avevano determinato l'aspettativa di una lieve tendenza all'aumento dei tassi d'interesse a breve e lungo termine, già in atto in alcuni Paesi (USA, UK). I segnali di rallentamento economico globale nell'ultimo trimestre 2018 hanno portato il FMI a una riduzione delle previsioni di crescita mondiale per il 2019 (3,5%) e hanno pertanto attenuato i timori di aumento dei tassi: la valutazione prevalente oggi tra le principali Banche Centrali è che l'aumento dei tassi sarà debole, incerto e avrà carattere congiunturale; si stima infatti che i tassi di equilibrio di lungo periodo permarranno all'attuale minimo storico in tutti i principali paesi.

Il sostegno di politica monetaria e fiscale all'attività economica nelle principali economie potrebbe pertanto contrarsi, sia pure lievemente. Questo fattore, insieme all'impatto delle tariffe USA-Cina, produrrà una stabilizzazione o una flessione della crescita mondiale nel 2019; sono tuttavia poco probabili vere e proprie tendenze recessive globali.

EFFETTI DELLE RECENTI TENSIONI COMMERCIALI SULLA CRESCITA GLOBALE

A inizio 2018 il governo statunitense ha introdotto misure tendenti a ridurre le importazioni da numerosi paesi, quali le importazioni di alluminio e acciaio, e ha aumentato le tariffe su numerosi altri beni importati dalla Cina. Alcuni paesi e l'Unione Europea hanno risposto con dazi sui prodotti statunitensi. Tali misure hanno coinvolto per ora una quota degli scambi globali inferiore al 3%, tuttavia alcune conseguenze sono già visibili. Le imprese quotate esposte al mercato cinese hanno segnato una flessione dei corsi dell'8% circa (Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Economico 4/2018). L'indicatore globale del grado di incertezza sulle politiche economiche (EPU index) è aumentato; in generale l'aumento di tale indice è correlato negativamente con gli scambi commerciali internazionali. Nello stesso periodo le attese delle imprese sugli scambi mondiali, misurate dall'indice PMI globale sugli ordini esteri, sono peggiorate e infine nel corso del 2018 si è verificata una riduzione del tasso di crescita degli scambi mondiali rispetto alle attese degli analisti. Nell'Indagine Banca d'Italia-Sole 24 Ore sulle aspettative di inflazione e crescita (mese di settembre) un terzo delle imprese ha dichiarato di attendersi una riduzione delle vendite all'estero nei prossimi dodici mesi per effetto della minore domanda proveniente dagli Stati Uniti.

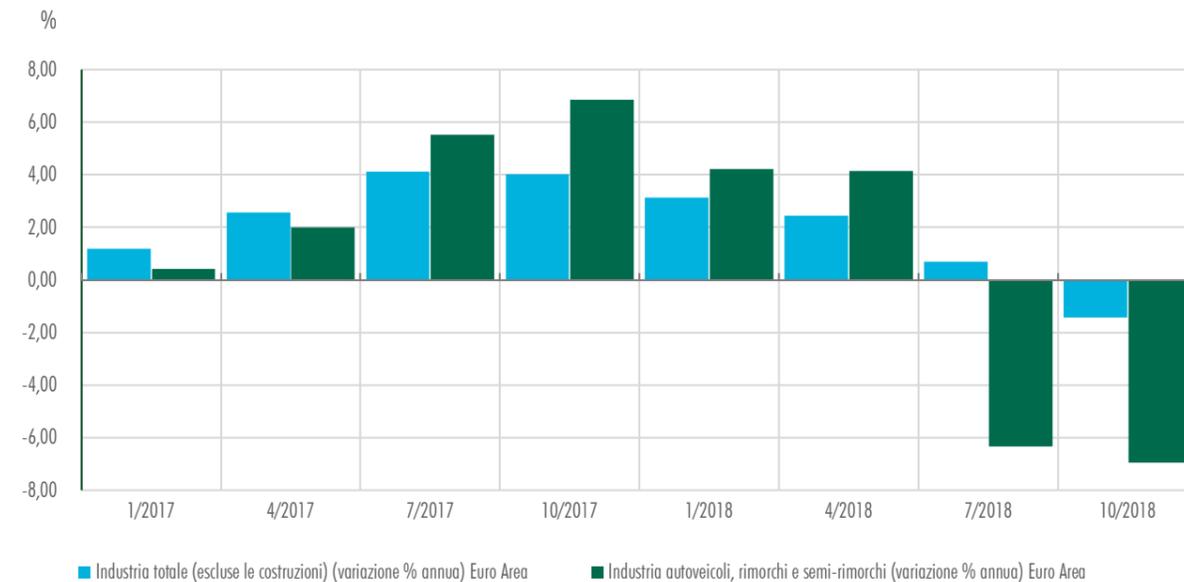
IL SOSTEGNO MONETARIO ALL'ATTIVITÀ ECONOMICA CONTINUERÀ

Europa 2018: flessione temporanea?

Dopo due trimestri di buona crescita del PIL (0.4% trimestrale), nella seconda parte del 2018 la crescita economica europea ha subito un rallentamento, spiegabile con la contrazione della domanda estera determinata dalla flessione nel trend positivo del commercio mondiale. La flessione ha riguardato in particolare la Germania, la Francia e l'Italia. Si tratta di un segnale importante che conferma la moderazione del ciclo in corso. Si sono anche sommati alcuni shock a carattere

temporaneo, specifici di alcuni Paesi (Germania) e settori (auto). Il rallentamento in corso non sembra tuttavia in grado di porre in pericolo i fondamentali dell'attuale fase moderatamente espansiva dell'economia europea, espansione che risulterà solo frenata. L'ombra di una recessione a livello continentale si presenterebbe tuttavia nel caso in cui le modalità di uscita del Regno Unito dall'Unione Europea fossero quelle del *no deal*.

PRODUZIONE INDUSTRIALE (EURO AREA)



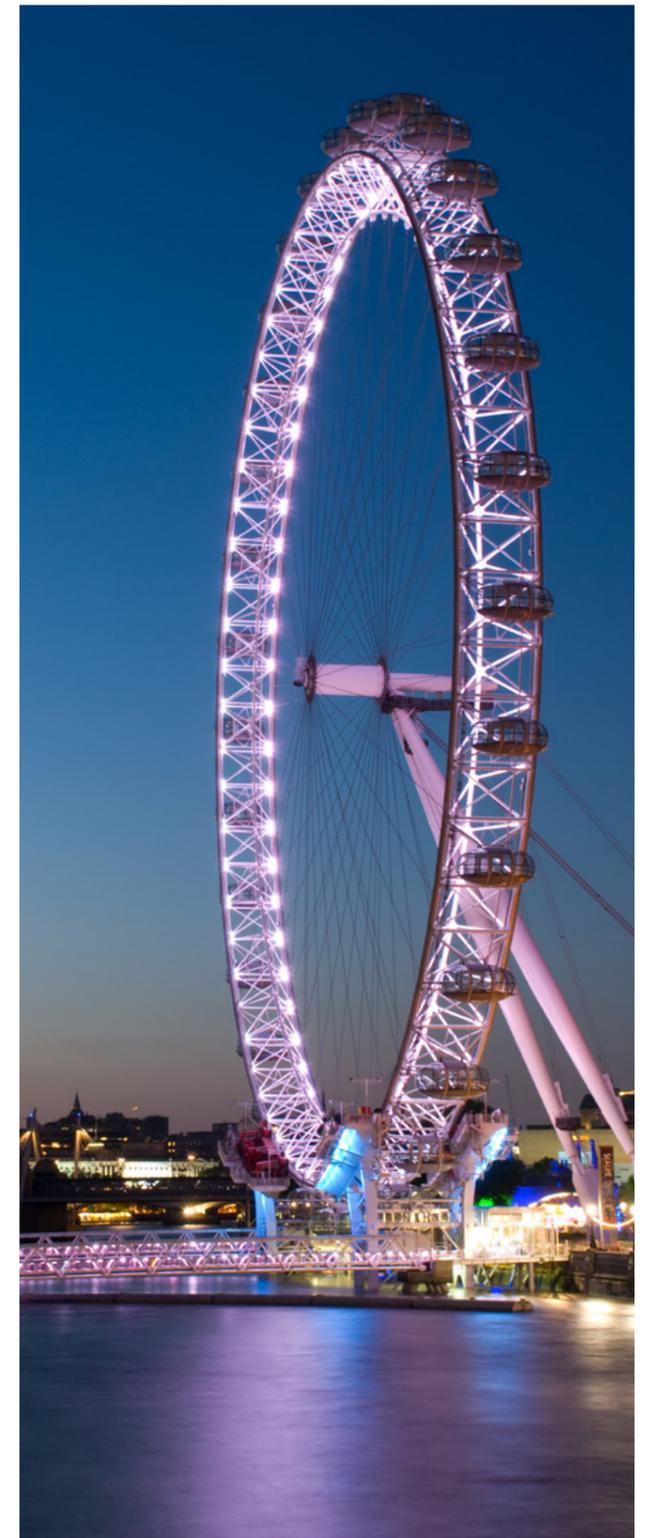
Fonte: BCE

Nota: I dati relativi al quarto trimestre del 2018 si riferiscono ai soli mesi di ottobre e novembre 2018.

Il rallentamento in corso non sembra in grado di porre in pericolo i fondamentali dell'attuale fase moderatamente espansiva dell'economia europea. Resta l'ombra del *no deal* sulla Brexit.

I tassi di interesse medi a lungo termine hanno registrato una moderata tendenza a crescere sino al mese di ottobre; successivamente si sono ridotti, in linea con i tassi USA e UK. I prestiti al settore privato hanno confermato la lunga fase di crescita iniziata nel 2014, registrando una pausa solo negli ultimi due mesi dell'anno. I prestiti sono sostenuti da condizioni complessive del credito persistentemente favorevoli; la media ponderata dei tassi d'interesse sui nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha confermato anche nel 2018 il livello eccezionalmente basso, stabilizzatosi a partire da fine 2015.

Nel complesso, i risultati registrati nel 2018 in Europa nei mercati del lavoro, nella crescita dei consumi e degli investimenti in capitale fisso delle imprese (inclusa l'edilizia non residenziale) e nell'edilizia residenziale sono positivi, nonostante i dati negativi dell'ultima parte dell'anno. Le condizioni aggregate dei bilanci pubblici europei sono notevolmente migliorate nel 2018 grazie al livello eccezionalmente basso dei tassi d'interesse e all'espansione ciclica dell'attività economica, anche se l'aggregato nasconde alcune importanti differenze tra paesi.



Outlook Europa 2019: c'è un rischio di recessione continentale?

Le più recenti proiezioni BCE (Dicembre 2018) sulla crescita della Euro Area (EA) nel 2019 prevedono un tasso di crescita del PIL reale su base annua dell'1,7%. Benché in flessione rispetto al 2018, è una previsione ancora positiva, considerata l'aspettativa di un lieve aumento dei tassi d'interesse, la crescita in flessione della domanda estera e i possibili effetti depressivi della diminuzione degli indici di borsa. Nel corso del 2019 questi fattori negativi verrebbero compensati dagli effetti espansivi del calo del prezzo del petrolio e dal lieve indebolimento dell'Euro, nonché da un assetto della politica fiscale ancora in grado di sostenere la domanda aggregata. Tuttavia, i rischi segnalati sopra per l'economia globale (protezionismo, Paesi emergenti, fattori geopolitici) pesano anche sull'outlook europeo, incrementando le probabilità di una riduzione della crescita nel 2019, crescita che rimarrebbe tuttavia positiva nei principali Paesi. Nel mese di dicembre gli Indici PMI del settore manifatturiero hanno registrato un calo in tutti i principali Paesi EA e l'indice medio si è portato al livello più basso da febbraio 2016; gli indici di Italia e Francia sono scesi sotto 50, i dati negativi di novembre sulla produzione industriale in Germania (-1.9%), Francia (-1.3%) e Italia (-1.6) segnalano un aumento del rischio di recessione.

La BCE ha confermato la fine degli acquisti di asset, ma questo non implica l'abbandono di condizioni di liquidità favorevoli.

PREVISIONI PER L'EURO ZONA (VAR%): LA CRESCITA SI RIDURRÀ MA RIMARRÀ POSITIVA

	2018	Q4 18		Q1 19		Q2 19	
		t/t	a/a	t/t	a/a	t/t	a/a
Produzione industriale	1.5	0	-0.2	0.2	0.5	0.2	0.5
Prodotto interno lordo	1.9	0.3	1.3	0.3	1.2	0.3	1.1
Consumi	1.3	0.3	1.1	0.4	0.9	0.4	1.1
Investimenti	3	0.5	2.3	0.4	2.6	0.4	1.5
Inflazione totale	1.8	0.5	2.0	-0.2	1.9	1.3	1.8

Fonte: Previsioni IFO-ISTAT-KOF

La tendenza all'aumento del tasso di inflazione degli ultimi tre anni dovrebbe interrompersi nel 2019 principalmente per effetto del rallentamento della crescita economica e della riduzione del prezzo del petrolio. L'aumento dei salari e degli altri costi di produzione non sarebbe sufficiente a contrastare la frenata dell'inflazione nel 2019 (previsioni BCE). Tuttavia, nel medio termine (2020 e 2021) la Banca Centrale prevede una ripresa dell'inflazione che tornerà ad allinearsi agli obiettivi di politica monetaria.

Nel dicembre 2018 la BCE ha deciso di non aumentare i tassi d'interesse di riferimento e ha previsto che essi saranno mantenuti agli attuali livelli fino alla seconda metà del 2019 o oltre, qualora l'economia dell'EA avesse necessità di ulteriore accomodamento. Il Consiglio Direttivo della BCE ha confermato la fine degli acquisti di asset a dicembre 2018, ma questo non implica l'abbandono dell'obiettivo di mantenere condizioni di liquidità favorevoli.



CRESCITA PREVISTA IN FLESSIONE MA ANCORA POSITIVA

Nel 2018 protagonisti i timori legati allo spread, al credito e alle tensioni con l'Europa

Il livello di attività economica in Italia riflette il rallentamento della crescita globale ed europea, presentando segno negativo nel terzo e quarto trimestre 2018, allorché il tasso di crescita congiunturale ha registrato, rispettivamente, -0,1% e -0,2%, la produzione industriale di novembre è diminuita dell'1,6% su base mensile e l'indice PMI manifatturiero è sceso sotto 50. Anche alcuni altri indicatori congiunturali hanno preso una direzione negativa, in particolare il clima di fiducia delle imprese e delle famiglie, i flussi commerciali netti con l'estero e la produzione nel settore delle costruzioni (-1,6%). Alcuni indicatori sono invece stazionari ma volatili, come l'indice dei nuovi ordinativi dei prodotti industriali. Segnali positivi vengono invece dal mercato del lavoro che registra, nell'arco dell'anno, una crescita dell'occupazione ed una diminuzione della disoccupazione; è necessario considerare, tuttavia, che la risposta del mercato del lavoro alle variazioni del livello di

attività presenta un ritardo. Anche gli investimenti fissi lordi sono in leggera crescita, mentre i consumi sono stabili. I risultati delle elezioni politiche hanno determinato un profondo cambiamento di indirizzo nelle politiche di bilancio del governo, delineando inizialmente una possibile deroga agli obiettivi di rientro dal debito concordati con la Commissione Europea. I timori generati da questa svolta hanno causato un aumento del premio per il rischio sui titoli del debito pubblico e un incremento dello spread BTP-BUND di circa 200 p.b. nel periodo aprile-novembre 2018. Allo stesso tempo è aumentato il rischio macroeconomico, legato sia all'incertezza sugli effetti della manovra (su tassi d'interesse e credito), sia alla difficoltà di valutare il segno degli effetti netti della manovra sul livello di attività economica. L'indice EPU per l'Italia (indicatore del grado di incertezza delle politiche economiche) che a metà 2017 era tornato ai livelli pre-crisi, nel corso del 2018 è



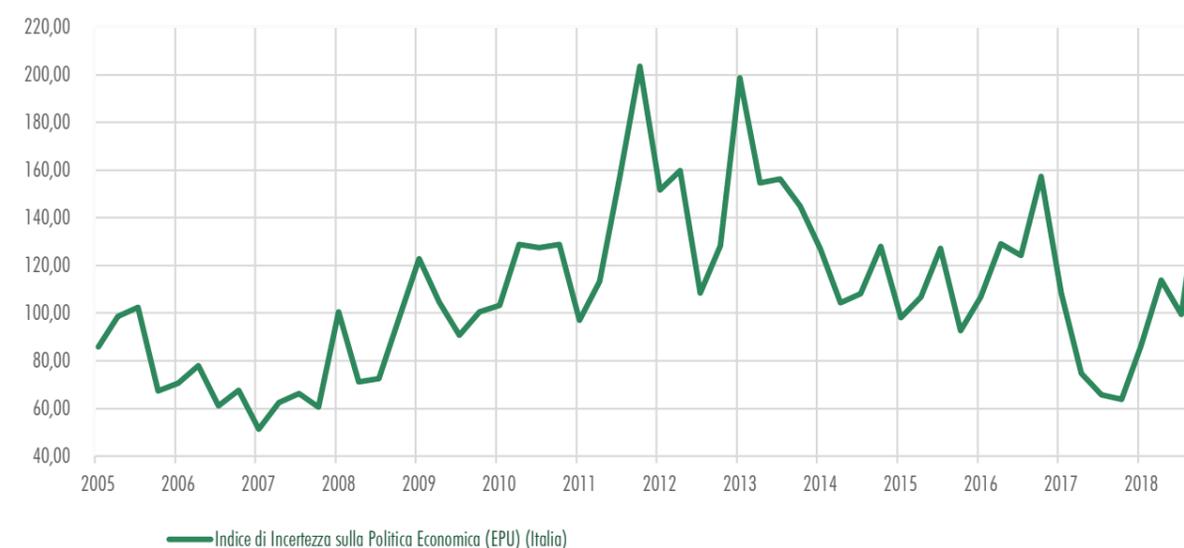
L'esito positivo della trattativa del Governo con la Commissione Europea crea condizioni per un clima più favorevole agli investimenti privati. La minore crescita attesa potrebbe tuttavia riproporre nel 2019 le tensioni politiche e di mercato osservate nel 2018.

aumentato rapidamente raggiungendo livelli non lontani da quelli del 2011. Al termine del lungo processo decisionale e della trattativa con la Commissione Europea la manovra è stata modificata in una misura sufficiente a riportare lo spread BTP-BUND ampiamente sotto i 300 p.b.

L'aumento del rischio politico-economico e la flessione della crescita del commercio mondiale sono stati probabilmente le principali cause del segno negativo della fiducia e degli altri indicatori congiunturali che abbiamo riportato.

L'aumento dello spread BTP-BUND non ha prodotto una crescita significativa dei tassi sui nuovi finanziamenti alle famiglie e alle imprese sia per gli investimenti in capitale fisso sia per gli acquisti di immobili. Nella seconda parte dell'anno, tuttavia, i margini bancari sui prestiti a tasso fisso sono aumentati e questa tendenza potrebbe proseguire qualora lo spread dovesse tornare su livelli prossimi ai 300 p.b. Nel confronto storico, comunque, il costo del credito alle imprese e alle famiglie rimane su valori molto bassi, particolarmente favorevoli all'attività di investimento.

INDICE DI INCERTEZZA SULLA POLITICA ECONOMICA (ITALIA)



Fonte: Baker, S. R., Bloom, N. and Davis, S. J., (2012), "Measuring Economic Policy Uncertainty". L'indice "Economic Policy Uncertainty", è ottenibile da FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis

Tutti i tassi a breve termine sono risultati indenni dall'effetto-spread grazie allo scudo monetario della BCE che opera da ammortizzatore degli effetti sui tassi dell'esposizione debitoria pubblica italiana.

Nel corso dell'anno è proseguita l'espansione del credito al settore privato non finanziario coinvolgendo tutti i comparti di attività economica, compreso quello immobiliare, la cui crescita si è avviata in ritardo rispetto agli altri comparti.

Il *Bank Lending Survey* (Banca d'Italia) mostra che le condizioni generali di offerta per i prestiti, alle imprese e alle famiglie, sono rimaste accomodanti, nonostante i dati di fine anno mostrino che le condizioni di accesso al credito bancario sarebbero lievemente peggiorate.

Stagnazione, ma non recessione profonda. Nel 2019 il ritorno alla crescita?

Il 2018 si chiude con due trimestri consecutivi di crescita negativa. Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia, elaborate dalla Banca d'Italia, indicano che la crescita dell'economia italiana dovrebbe essere dello 0,6% nel 2019 e dell'1% nel 2020 e 2021. In particolare, nel 2019-2020 gli effetti negativi sull'attività economica derivanti da tassi di interesse lievemente più elevati e dalla ridotta espansione della domanda estera, compenserebbero parte degli effetti espansivi della manovra di bilancio e il calo delle quotazioni del greggio.

Su questa *view* moderatamente positiva pesano tuttavia numerosi fattori di incertezza, con rischi al ribasso elevati, evidenziati nel mese di dicembre dall'Indice PMI manifatturiero sotto 50. In primo luogo, sul quadro internazionale incombe la



possibilità di un'ulteriore flessione degli scambi, legata al possibile peggioramento delle politiche commerciali e ad una flessione della crescita della Cina. Sul piano interno permangono alcune incognite sulla politica di bilancio, i cui indirizzi sono ancora incerti e le cui ripercussioni sui mercati finanziari, sul credito, sugli investimenti diretti esteri e interni potrebbero produrre effetti negativi.

A fine 2018 il Governo ha dato un importante segnale di politica economica, mostrando di voler rispettare i vincoli di bilancio derivanti dagli impegni internazionali e dalle compatibilità di mercato, ottenendo per questa via un'immediata riduzione dei tassi sui titoli del debito pubblico. Qualora questo indirizzo di politica fiscale fosse confermato in futuro, segnalando pertanto una svolta permanente rispetto alle indicazioni dei primi mesi di governo, la combinazione tassi di interesse-

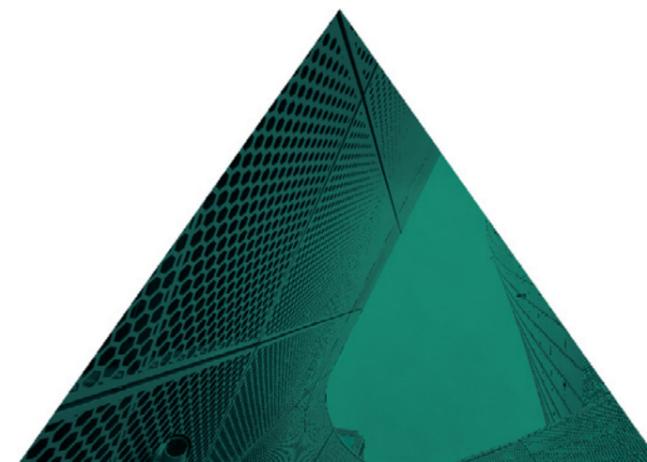
crescita economica nel corso del 2019 potrebbe essere, in assenza di shock esterni negativi, migliore di quanto previsto, con ricadute positive importanti su tutti i mercati.

ALCUNI INDICATORI: CONFRONTO ITALIA-AREA EURO (VARIAZIONI CONGIUNTURALI)

	Italia	Area Euro	Periodo
PIL	-0.2	0.2	T4 2018
Produzione industriale	-1.6	-1.7	Nov. 2018
Produzione industriale: costruzioni	-1.6	-0.1	Nov. 2018
Tasso di disoccupazione	10.3	7.9	Dic. 2018
Clima di fiducia delle famiglie**	-1.6	-2.3	Dic. 2018
Economic Sentiment Indic.	-1.4	-2.2	Dic. 2018

Fonte: Dati ISTAT, EUROSTAT.

** Differenze con il mese precedente



OUTLOOK INVESTIMENTI



2018, SI RITORNA AI VOLUMI DEL 2016. BUONE LE ASPETTATIVE PER IL 2019, IN PARTICOLAR MODO NEI SETTORI HOTELS E LOGISTICA

Dopo un 2017 particolarmente performante, nel 2018 in Italia il volume degli investimenti nel campo immobiliare è stato pari a 8,856 miliardi di Euro, in calo del 22% rispetto al 2017, anno che aveva rappresentato un record in assoluto con oltre 11 miliardi di Euro investiti, e attestandosi a livelli molto vicini a quelli del 2016.

Il motore delle transazioni continua a essere rappresentato dagli investitori internazionali, che non smettono di manifestare la loro volontà di operare nel nostro Paese, pesando nel 2018 per circa il 65% del totale degli investimenti, anche se in calo rispetto al 76% del 2017.

Il settore Logistica ha registrato investimenti pari a 1,112 miliardi di Euro, in contrazione del 10% rispetto al 2017. L'anno precedente, tuttavia, aveva segnato il record del settore grazie all'operazione Logikor, che aveva pesato per circa la metà del totale investito. Considerata l'assenza di operazioni così fortemente distorsive, il settore si conferma performante: al netto dell'operazione Logikor, il volume transato è raddoppiato rispetto all'anno precedente. Il 2018 ha visto investitori pronti a sperimentare *location* nuove, dando spazio anche a quelle non *prime*, così come già avvenuto nel mercato del *letting*. La crescita dell'*e-commerce* continua a influenzare positivamente le performance dell'intero settore e il *sentiment* per il 2019 si conferma in linea con l'anno appena trascorso.

Nel settore Uffici, su un totale investito di 3,418 miliardi di Euro e un calo del 17% rispetto all'anno precedente, Milano rimane il mercato privilegiato da parte degli investitori, attestandosi a 2,077 miliardi di Euro di investimenti. Roma,

invece, si conferma perfettamente in linea con il 2017, con un volume investito di 1,111 miliardi di Euro. Le due città continuano a polarizzare il mercato italiano. La contrazione del volume degli investimenti risente, oltre che della diminuzione dei finanziamenti, della mancanza di attività di sviluppo. La carenza di prodotto di qualità sia per gli investitori *core* che per quelli *value-add* conferma come trend rilevante la riduzione del *ticket* medio di investimento e un contestuale aumento del numero di transazioni rispetto all'anno 2017 (+38%).

Il settore Retail è quello che meglio ha reagito alla contrazione del mercato: rappresenta infatti una delle asset class più performanti dell'anno, con investimenti pari a 2,243 miliardi di Euro, sebbene in leggero calo (-6%) rispetto al 2017. Le transazioni in questo comparto, in Italia, hanno riguardato prevalentemente centri commerciali, a conferma della buona performance nel nostro Paese, dovute a una minore quantità di stock (la *competition* è bassa e i fondamentali sono solidi). Nel 2019, si potrebbe assistere al completamento di alcune importanti operazioni su Factory Outlet, settore che in Italia è ancora piuttosto silente.

Il settore Hotels, che ha raccolto 1,321 miliardi di Euro di investimenti nel 2018 (in linea rispetto al 2017), rappresenta l'asset class più promettente nel 2019, anno in cui ci si aspettano forti volumi di crescita e investimenti da parte di investitori internazionali, comprese alcune grandi catene alberghiere. L'Italia, infatti, ha una concentrazione di destinazioni *leisure* e *business* e destinazioni lusso senza eguali

Qual è l'ostacolo maggiore per acquisire asset in Italia?

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

Fonte: CBRE Italia, Indagine sulle intenzioni degli investitori in Italia nel 2019

al mondo in termini di qualità del turismo, livelli di performance e varietà di segmenti (*millennials*, famiglie, *seniors*).

Alla luce dell'Indagine sulle intenzioni degli investitori nel 2019 condotta da CBRE, l'asset class ritenuta più interessante è la Logistica, seppur in leggera contrazione rispetto ai risultati dell'anno scorso. Il 14% degli intervistati ha mostrato interesse verso i *Non Performing Loans*, collocandoli al secondo posto in ordine di interesse, seguiti a pari merito da Uffici e Studentati. Il comparto Hotels, seppur di poco, supera l'High Street in termini di "attrattività" del settore. L'interesse verso l'Healthcare passa da circa il 6% a oltre l'8%.

La recente instabilità economico-politica ha influenzato i volumi dell'anno, pesando sulle decisioni degli investitori. Dall'Indagine CBRE sulle intenzioni nel 2019, è emerso che la percezione sui principali ostacoli per l'acquisto nel nostro Paese è leggermente cambiata: l'instabilità politica italiana, che l'anno scorso rappresentava un limite per l'8% dei rispondenti, preoccupa oggi il 14%.

Dall'Indagine emerge anche che la disponibilità di asset è considerato il primo ostacolo all'investimento in Italia, a dimostrazione che il Paese soffre ancora una strutturale carenza di prodotto. Inoltre, la percezione del costo degli asset risulta essere il secondo fattore di ostacolo all'acquisizione in Italia, stabile rispetto al 2018, mentre la poca trasparenza del

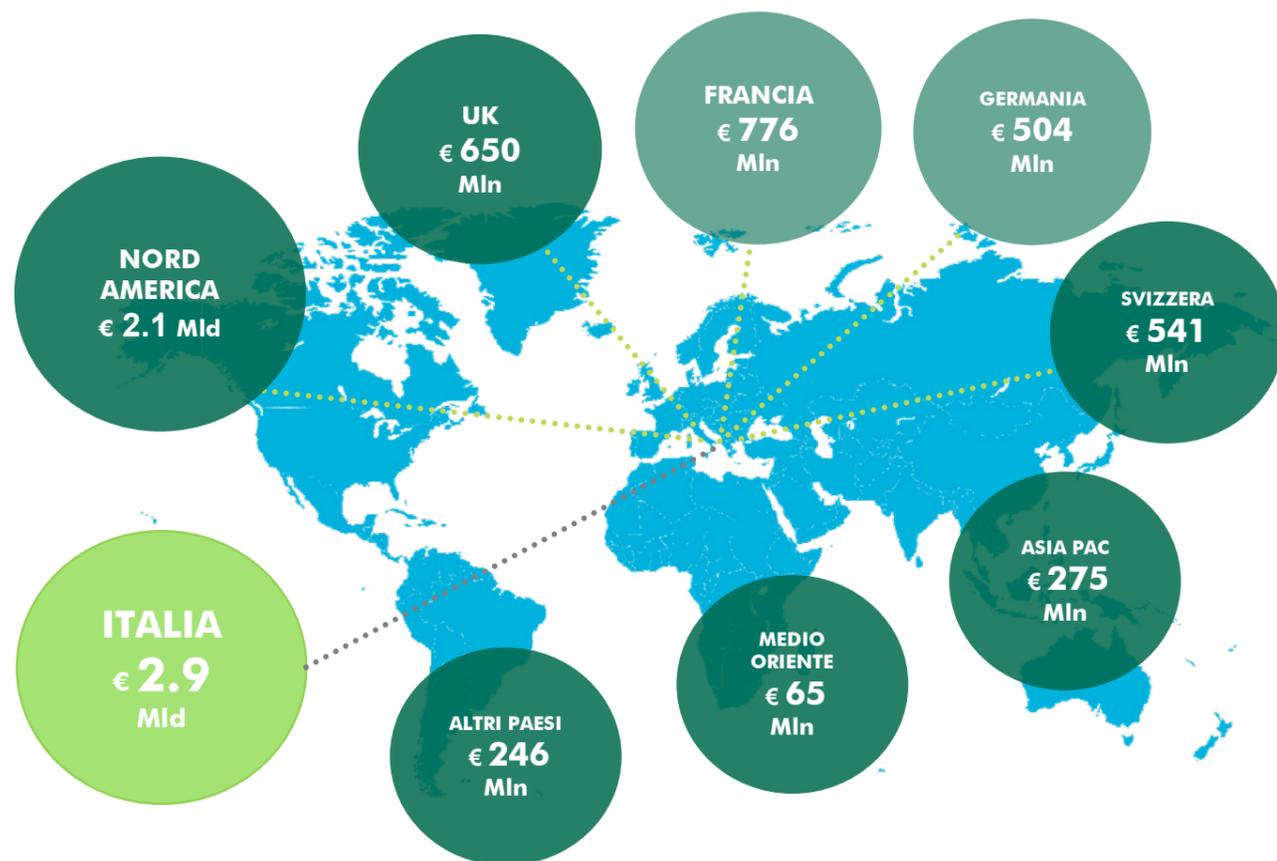
mercato preoccupa oggi un numero inferiore di investitori (l'11% contro il 15% del biennio 2017-18). Quella che cresce, tuttavia, è la preoccupazione sulla disponibilità e il costo del debito: solo il 5% degli intervistati lo riteneva un limite nel 2017, mentre oggi la percentuale è cresciuta di oltre due punti. Indubbiamente, l'innalzamento dello spread e i conseguenti problemi di accesso ai finanziamenti hanno pesato sulla performance dell'anno. In particolare, sebbene uno scenario di *credit crunch* sia lontano, nella seconda parte del 2018 si è iniziato ad assistere ad un rallentamento nell'erogazione dei crediti, che ha impedito o ritardato alcune operazioni.

La distribuzione settoriale degli investimenti non evidenzia rilevanti cambiamenti rispetto al 2017. Il comparto degli Uffici, che mantiene il primato come destinazione dei capitali sul totale investito nel corso dell'anno, dopo un 2018 molto altalenante raggiunge quota 39% di *market-share*. Il Retail conquista quote di mercato passando dal 20% al 25%. Ottima anche la performance del comparto Hotels, che passa dal 12% al 15%. Il settore della Logistica passa dall'11% al 14% e prosegue inesorabilmente la sua crescita, conquistando quote sul mercato del CRE.

Rendimenti immobiliari

L'andamento del BTP a 10 anni non ha particolarmente influenzato l'andamento dei rendimenti immobiliari, che riflette le attività e la reattività del mercato nei diversi comparti.

FLUSSI DI CAPITALI STRANIERI E DOMESTICI VERSO L'ITALIA, 2018

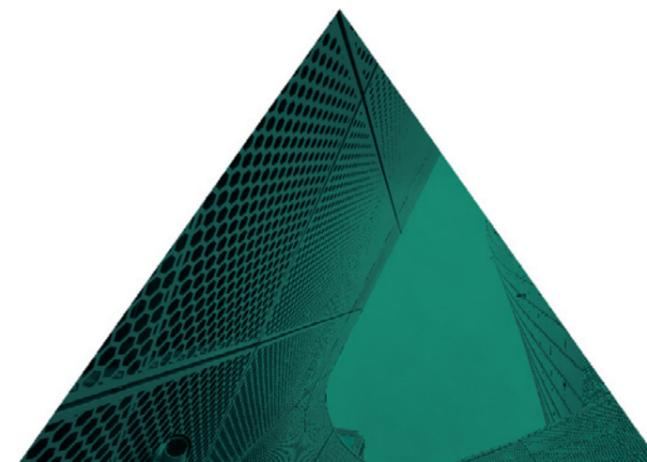


Fonte: CBRE Research, 2018.

Il 2018 segna un rallentamento rispetto all'elevata performance del 2017, complice la carenza di prodotto di qualità del comparto Uffici, che tendenzialmente guida i volumi del CRE italiano. Buone le aspettative per il 2019, in particolar modo nei settori Hotels e Logistica.

Infatti, data l'elevata competitività all'interno dei settori Logistica e Hotels, si è generata una compressione degli *yields* che riteniamo potrebbe proseguire nel corso del 2019. Nel comparto Uffici, data la carenza di prodotto di qualità che ha coinvolto il mercato, l'anno è stato interessato da una sostanziale stabilità degli *yields*, con un accenno a una contrazione che potrebbe qualificarsi maggiormente nel corso dell'anno appena iniziato. Il settore Retail, eccetto che per l'High Street che ha continuato a mantenere stabilità, è quello che maggiormente ha subito un cambiamento nel mercato, con un rialzo del rendimento che ci si attende possa proseguire nel corso del 2019. Se lo spread si manterrà in un regime sotto i 300bp e di ridotta volatilità è verosimile che il quadro non cambierà nel corso del 2019.

È importante notare che queste considerazioni si riferiscono al segmento *prime* del mercato. Guardando i rendimenti per il mercato secondario, l'evoluzione è un po' diversa e le prospettive potrebbero essere differenti. L'eventuale attenzione verso opportunità fuori dai mercati tradizionali e la maggiore propensione a scalare la curva del rischio tramite la crescita di investimenti opportunistici e *value-add* potrebbero influire sulla riduzione del divario tra rendimenti *prime* e secondari nel corso del 2019. Dall'Indagine sulle intenzioni degli investitori nel 2019 emerge come l'appetito per le *secondary location* si mantiene stabile rispetto al 2018, e l'interesse per opportunità negli sviluppi è in crescita, con il 64% dei rispondenti che dichiara di avere intenzione di investirvi.



OUTLOOK UFFICI



OBIETTIVO 2019: SODDISFARE LA DOMANDA DI PRODOTTO DI QUALITÀ IN CRESCITA NELLE DUE PRINCIPALI PIAZZE ITALIANE

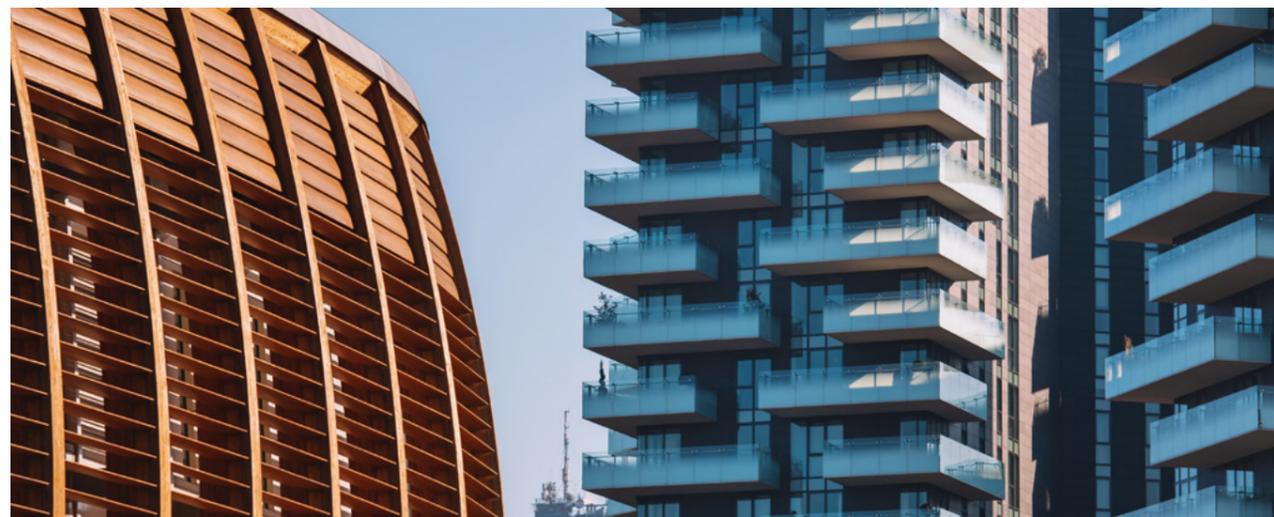
2018 da record e 2019 che sembra accogliere le nuove sfide con la giusta verve

Nel 2018 il mercato degli affitti, che continua la sua crescita costante, ha segnato un nuovo record e trainato il settore direzionale milanese. Il mercato romano, sebbene non ai livelli record del 2017, ha registrato ottime performance. Per il 2019 si prevede il consolidamento dei trend legati ai *serviced office* e *co-working*, dopo l'ingresso sul mercato, durante il 2018, di nuovi e importanti operatori del settore. Per entrambe le città la parola d'ordine per l'anno appena iniziato sarà riqualificazione. Milano inizia in accelerata: già dai primi mesi è infatti previsto l'avviamento di importanti progetti di riqualificazione ed espansione urbana, i cui obiettivi principali

sono gli ex scali ferroviari e la zona di Porta Nuova, che si conferma l'area di maggior interesse per gli Occupier. Anche a Roma la *pipeline* consistente e una domanda in ottima salute lanciano messaggi positivi per l'immediato futuro.

Milano - Anno record e trend crescenti per una città che mira alla riqualificazione di qualità.

I numeri di Milano sono brillanti per il 2018 e lasciano presagire un 2019 altrettanto florido. Il *take-up*, di circa 381.000 mq, è il più alto mai registrato: ha superato il 2017 e il 2015 sia in termini di metri quadri affittati che per numero di transazioni,



registrando in termini di metri quadri il 6,3% e il 6% in più rispetto agli anni citati. Nuovi e dinamici *player*, in particolare modo appartenenti ai settori della consulenza, finanziario e del *co-working*, hanno contribuito con una serie di grandi transazioni al raggiungimento di tali risultati. Le aree più ricercate dagli Occupier si confermano il CBD e Porta Nuova; tuttavia l'interesse è forte anche verso nuovi sviluppi in aree semicentrali o periferiche, a dimostrazione di quanta importanza abbia la qualità dell'immobile sulle dinamiche decisionali. Che il prodotto di Grado A sia molto ricercato è confermato dai dati sui *pre-let*: a Milano, il 23,5% dei metri quadri affittati nel 2018 è frutto di transazioni su immobili in costruzione o riqualificazione.

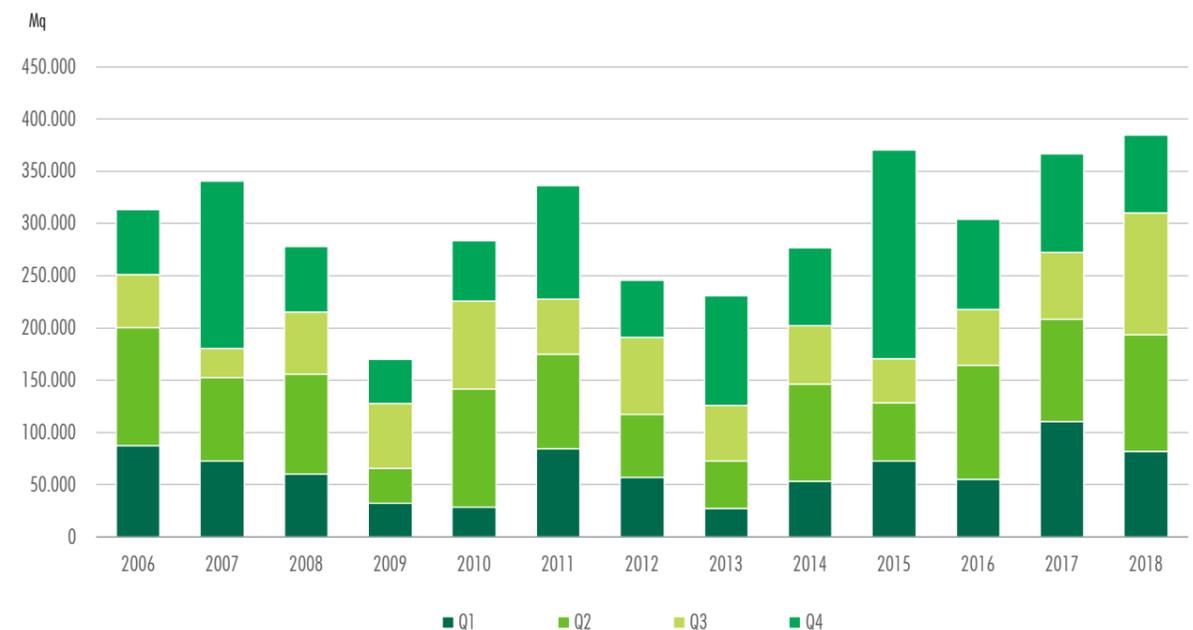
Al fine di non farsi trovare impreparata alle sfide del 2019 e ai previsti trend crescenti in termini di domanda di prodotto di qualità, Milano sta lavorando a progetti urbanistici sia a medio che a lungo termine. La domanda in continua crescita ha favorito, nel corso del 2018, un innalzamento del canone *prime*, che nel CBD ha raggiunto i 570 euro/mq/anno, e in Porta Nuova ha toccato i 550 euro/mq/anno. Tra il 2019 e il 2023 è prevista

una crescita media del canone *prime* di circa il 2%, con incentivi in leggero calo rispetto al periodo precedente e comunque non superiori ai 12 mesi. Le aree del CBD e di Porta Nuova insieme hanno registrato circa il 37% delle transazioni totali, corrispondenti al 28% del *take-up* totale della città, confermandosi le zone di maggior dinamismo. Tra le altre aree ricercate dagli Occupier si posizionano il Semicentro, con CityLife e Maciachini, e la Periferia, in particolare nei sotto mercati di Ripamonti, Bicocca e Bovisa.

I settori più attivi sono stati invece sicuramente quello del Business Services (32,1%), Finanziario (17,3%) e Manifatturiero (16,1%). Tra le attività operanti nel Business Services, sono state di assoluto rilievo le società di consulenza e del settore del *co-working*, che insieme hanno realizzato transazioni per più di 70.000 metri quadri, principalmente in CityLife, nel CBD e a Porta Nuova; ciò lascia credere che proprio questi due settori traineranno la domanda anche durante il 2019.

L'area di CityLife assumerà sempre di più le caratteristiche di un sottomercato a sé stante, capace di catalizzare l'attenzione di quegli Occupier che guardano alle aree Semicentrali di

EVOLUZIONE TRIMESTRALE DELL'ASSORBIMENTO A MILANO



Fonte: CBRE Research.

Milano cercando uffici di grado A, con un valore aggiunto rispetto agli spazi ufficio più tradizionali: maggiore interesse per le aree condivise e gli spazi *social* oltre che per una visione *green* dello spazio, con una sempre crescente attenzione alle certificazioni ambientali sia LEED che WELL.

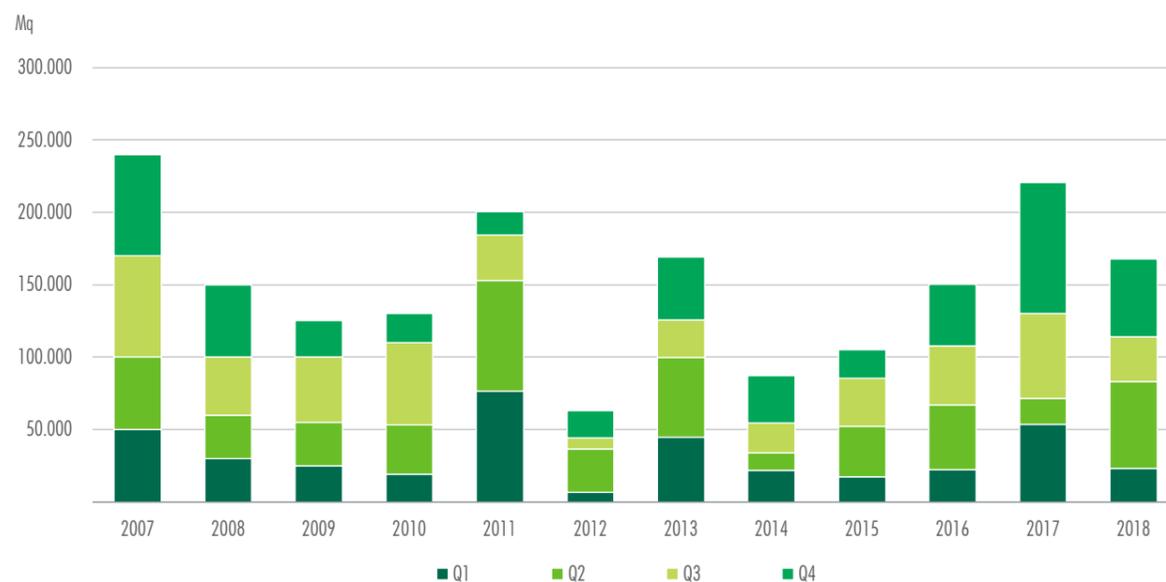
Tali considerazioni si innestano perfettamente in un discorso più ampio: la saturazione dei sottomercati più centrali sta spingendo i Developer verso aree semicentrali che necessitano di una profonda riqualificazione. La *pipeline* per il 2019 è considerevole: circa 200.000 mq di nuovi sviluppi previsti in consegna, il 75% dei quali è rappresentato da riqualificazioni. A un livello più ampio, il recupero e la valorizzazione dei grandi spazi in disuso sarà la sfida urbanistica di Milano per il futuro: nel corso dei primi mesi dell'anno, saranno confermati i progetti per la riqualificazione degli ex scali ferroviari di Farini e San Cristoforo, che insieme coprono una superficie di più di 300.000 metri quadrati. L'inizio dei lavori per tale progetto, che si colloca all'interno di una più ampia idea di riqualificazione urbana e territoriale per un totale di circa 1.250.000 mq, è fissato per il 2021. È proprio la capacità, più volte dimostrata nel corso degli ultimi anni, di dare concretezza a progetti ritenuti utopistici dai più a fare di Milano la più europea tra le città italiane.

Nell'area di Porta Nuova si sta invece assistendo a un ampliamento dei confini del sottomercato attraverso una fase di espansione, principalmente verso l'area di Bonnet e Melchiorre Gioia, dove entro il 2022 è prevista l'edificazione di oltre 30.000 metri quadri di spazi ufficio oltre al grande cantiere di GIOIA 22 per un totale circa di 40.000 mq. Quando l'espansione non è possibile, come nel CBD, si ricorre alla riqualificazione. Il 2018 ha visto il completamento di luoghi iconici come Piazza Cordusio, con circa 20.000 mq consegnati.

Roma – Un 2019 all'insegna dei progetti di spazi di qualità e di un ritrovato dinamismo

Per il mercato uffici romano, il 2018 è stato un anno certamente positivo e interessante, alla luce dei buoni risultati in termini di *take-up* e del dinamismo generato dal ricollocamento di alcune grandi società, che hanno cambiato le proprie sedi o consolidato più uffici in un unico *headquarter*. Il *take-up* ha sfiorato i 170.000 mq, stabilendosi a un livello superiore alla media degli ultimi cinque anni e inferiore soltanto all'anno record del 2017; il dinamismo del mercato è dimostrato anche dal trend crescente del numero di transazioni. L'outlook per il 2019 è estremamente positivo e vedrà alcuni importanti *deal* in

EVOLUZIONE TRIMESTRALE DELL'ASSORBIMENTO A ROMA



Fonte: CBRE Research.

chiusura già nei primi mesi dell'anno, oltre a una florida *pipeline* di sviluppo.

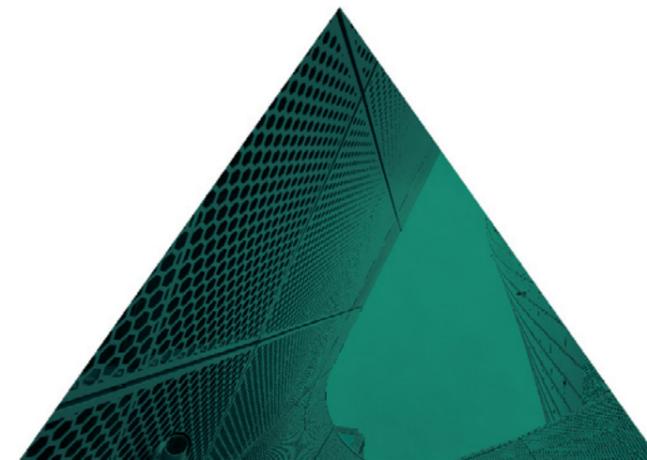
Nel corso del 2018, l'assorbimento a Roma è stato guidato per la prima volta dal settore del Business Services, principalmente da società operanti nel settore della consulenza strategica e da operatori che si occupano di *serviced* e *shared office*: il settore ha rappresentato il 28,9% del *take-up* totale. Al raggiungimento di questo livello di *take-up* ha ampiamente contribuito anche il settore IT, storicamente forte a Roma, protagonista del 24% delle transazioni in termini di metri quadri affittati. Analogamente a Milano, tali settori saranno protagonisti anche del 2019, così come il settore finanziario.

Le *location* preferite dagli Occupier nel corso dell'anno sono state il CBD ed il Centro, che insieme hanno totalizzato 73.000 mq, pari al 43,5% del volume totale. Ottima anche la performance del distretto EUR Laurentina, che da solo ha totalizzato circa il 20% dei volumi affittati. La domanda in queste aree rimane forte, di conseguenza il canone *prime* si prevede in crescita nel 2019. Gli Occupier che guardano a Roma sono in costante ricerca di spazi ufficio riqualificati ad alti standard, motivo per cui a volte la carenza di prodotto di qualità rende difficile la ricollocazione di nuovi Tenant in alcune aree del centro di Roma, seppur molto richieste - esemplificativa a questo proposito è l'area di Prati.

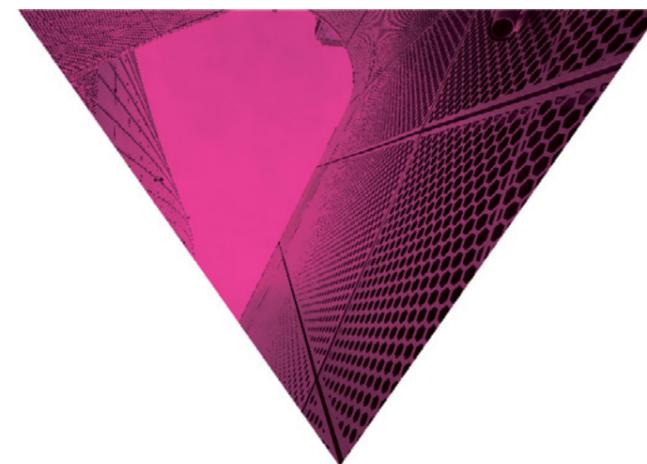
Tuttavia, il mercato sembra stia andando nella direzione giusta e la *pipeline* degli sviluppi nei prossimi mesi è molto interessante. Il 2018 ha già visto la consegna sul mercato di più di 100.000 mq in prestigiosi immobili situati in posizioni strategiche, soprattutto nel CBD e nell'EUR; nel 2019 si prevede la riqualificazione di quasi 130.000 mq, di cui circa il 76% su commissione, mentre il restante 24% è composto da progetti di tipo speculativo. Oltre a una solida domanda, per l'anno appena iniziato si scorgono quindi anche importanti segnali legati alla volontà dei Developer di aprire una florida stagione di progetti di rigenerazione urbana che creino più prodotto di grado A (e superiore) per gli utilizzatori più esigenti.

CO-WORKING E SPAZI FLESSIBILI

Le previsioni indicavano il 2018 come l'anno del lavoro flessibile: ci si attendeva che gli spazi ufficio si adattassero a questi cambiamenti, insieme all'avvento di nuovi operatori nel settore. La presenza di operatori già solidi sul mercato italiano, come Regus, si è in effetti ulteriormente rafforzata con sempre più centri di *co-working* su Milano. I prodotti offerti si sono diversificati grazie all'introduzione di nuovi marchi in grado di soddisfare in modo sempre più efficiente le richieste di una clientela ogni giorno più esigente. Durante il 2018 si è molto parlato dell'ingresso nel mercato milanese di un nuovo grande operatore nel settore, WeWork, che nel 2019 mira a guadagnarsi un'ampia fetta di mercato puntando alle multinazionali, con le quali ha sottoscritto *partnership* in molti paesi e che necessitano di uno spazio di lavoro "all-inclusive" ad altissimi standard e soprattutto *tailor-made* per l'azienda. Anche nella Capitale, il 2018 è stato un ottimo anno per questo settore e il 2019 si preannuncia oltremodo frizzante, con una previsione di circa 20.000 mq affittati a tali operatori già dai primi mesi dell'anno. Quel che ci si chiede per il 2019 è quale impatto avrà negli anni a venire, sia per i Tenant che per le proprietà, una presenza così estesa e radicata di questi operatori sul mercato milanese e su quello romano: come si evolveranno questi trend nel prossimo futuro?



OUTLOOK RETAIL



LA PERFORMANCE DEL MERCATO E I SUOI FONDAMENTALI

Il mercato retail in Italia continua a essere travolto da tanti cambiamenti che non accennano a fermarsi. Le abitudini di acquisto cambiano e influenzano le performance delle strutture commerciali organizzate, che difatti affrontano l'inizio d'anno negativamente in termini di vendite e *footfall*, a causa del periodo natalizio e del Capodanno che assorbono gran parte della disponibilità di spesa dei consumatori. La data che segna una svolta positiva è quella della Pasqua, dopo la quale si assiste a una contrazione fisiologica che perdura fino al periodo estivo, per avere poi un periodo di nuova stabilità fino alla chiusura dell'anno, come detto, ben influenzata dalle festività di dicembre. Le performance del comparto *food* e servizi, nelle loro declinazioni più innovative e strutturate, continuano a essere positive, anche se il *food* soffre una generalizzata frizione di mercato.

I centri commerciali in Italia confermano una stabilità dei canoni, principalmente dovuta a una maggiore selezione nelle

nuove aperture. La maggiore selettività dei nuovi progetti e la riduzione delle nuove aperture hanno permesso di evitare la sovrabbondanza di offerta commerciale e hanno portato ad un limitato aumento della densità di spazi commerciali. L'attuale densità commerciale in Italia è infatti ben bilanciata rispetto agli altri paesi europei. La regione con la maggiore densità è la Lombardia (circa 300 mq per 1,000 abitanti), regione in cui, oltre a una maggiore competitività, ci sono anche migliore capacità di spesa, alta produttività e minore disoccupazione. Le altre regioni, d'altronde, sebbene non possano contare su fondamentali così solidi, presentano minore competizione e una penetrazione dell'*e-commerce* irrilevante, contando ancora prevalentemente su modalità di vendita "tradizionali".

Per quanto riguarda le *high street* Italiane, abbiamo assistito a una considerevole crescita dei canoni negli anni e del mercato in generale. Milano, grazie alla sua grande capacità di attrarre nuovi *brand* internazionali, che la scelgono per entrare nel



Il mondo retail in Italia si sta evolvendo già da alcuni anni e la necessità di cambiare, anche per il centro commerciale, è dovuta al diverso modo di fruire e vivere l'esperienza dello shopping da parte dei consumatori sempre più diversificati ed esigenti.

mercato italiano, ottiene il primato per canone *prime* più alto d'Italia, raggiungendo circa 10.000 euro al mq annuo¹. Milano è il primo mercato italiano perché si presta bene a soddisfare le esigenze di tutte le tipologie di consumatori, in grado di dare il giusto spazio e la corretta collocazione ai *brand* di lusso, agli *aspirational* e al *mass-market*. I nuovi *brand*, prevalentemente internazionali, decidono di aprirvi il proprio *flagship store* perché la città è in grado di sostenere anche sperimentazioni di nuove modalità di shopping che uniscano tradizione e innovazione, come il *click and collect*, connubio fra la spesa online e il *delivery in shop*. Anche Roma, grazie all'inestimabile flusso di turisti da tutto il mondo e nonostante la mancanza di disponibilità di spazi adeguati e nonostante sia soggetta a una normativa piuttosto restrittiva, rimane la destinazione maggiormente desiderata da tanti *brand*.

¹ Escludendo il *Keymoney*.

Oltre Milano e Roma, sono molte le altre città italiane d'interesse, che coincidono con quelle turisticamente più rilevanti come Venezia, Firenze, Bologna, Torino e Napoli, tutte caratterizzate da elevati flussi turistici che permettono di aumentare la presenza sul territorio nazionale.

Il centro commerciale – un asset in continua evoluzione

Il mondo retail in Italia, e non solo, si sta evolvendo già da alcuni anni e la necessità di cambiare, anche per il centro commerciale, è dovuta al diverso modo di fruire e vivere l'esperienza dello shopping da parte dei consumatori sempre più diversificati ed esigenti. Nel passato, il punto focale del cambiamento si è concentrato sul ruolo del supermercato e sulla necessità di dare maggior importanza all'area *food*. Molti ipermercati, intercettando il cambiamento, hanno fatto operazioni di riduzione della propria unità, aumentando così l'offerta retail in galleria. L'ancora alimentare all'interno del centro commerciale non assolve più solo la sua funzione tradizionale di vendita di beni alimentari di prima necessità, ma diviene anch'essa sempre più strategica e funzionale all'esperienza di vita del centro nella sua totalità e complessità. I nuovi format lanciati da diversi operatori della grande distribuzione hanno l'obiettivo di soddisfare i consumatori più esigenti, spingendo ad esempio sul prodotto di gastronomia o sull'enoteca e predisponendo un servizio di preparazione e consegna del prodotto *click and collect*.

Oltre a ciò è diventata sempre più evidente anche la necessità di un migliore bilanciamento del *tenant-mix* della galleria, per poter dare un'identità al centro e iniziare a offrire uno shopping diverso, che magari riesca a unire l'esperienza virtuale a quella fisica. Il 2018 ha visto l'esordio di queste nuove abitudini di consumo che, prevediamo, si consolideranno nei prossimi cinque/dieci anni. L'innovazione tecnologica è uno strumento molto utile nella gestione dei centri commerciali, che diventano sempre più luoghi virtuali oltre che fisici.

Nel settore dell'abbigliamento si sta evolvendo e consolidando la necessità di soddisfare bisogni legati alla persona, in un modo così personalizzato da divenire quasi maniacale. La nuova tendenza del *fast fashion* dà la possibilità alla maggior parte dei consumatori di avere un abbigliamento alla moda e

accessibile a tutti, grazie anche alle offerte oramai presenti durante tutto l'anno.

Il mondo dei servizi gioca un ruolo fondamentale in questo cambiamento perché mette in rilievo il consumatore che vive fisicamente il centro. Le cliniche di bellezza, gli studi odontoiatrici, i presidi medici ospedalieri, il *pet-shop/care* e le cliniche veterinarie sono tutti format che stanno aumentando considerevolmente la loro presenza all'interno di centri e parchi commerciali e per i quali i clienti sono disposti a dedicare una parte sempre maggiore del proprio tempo libero. L'unione tra lo shopping e le necessità quotidiane dei clienti diventa la chiave di volta per muoversi all'interno di questo flusso di cambiamento e riuscire ad adeguare le strutture commerciali alle nuove esigenze dei consumatori.

Le *food-court* e gli spazi ricreativi dedicati crescono e si consolidano e, negli anni a venire, ci si attende un'offerta sempre più specializzata in grado di rispondere ai bisogni di un'ampia gamma di consumatori, senza limiti alla fantasia.

È ormai chiaro che l'offerta della ristorazione, nelle sue molteplici declinazioni, deve essere sempre più funzionale alla struttura. Ne è un esempio la formula della ristorazione *easy to use*, come quella del bar o dello *street food*, all'interno della galleria commerciale, che consentono una sosta breve durante

la visita del centro commerciale, durante la quale l'attenzione del consumatore è rivolta ad altro e non incentrata sul *food*. Altri esempi sono lo *speed eating* (come il *fast food* in genere) e i chioschi, che offrono invece un'offerta ben specializzata e dal consumo veloce, in una zona a cavallo fra la galleria e la *food court*, permettendo al consumatore di concedersi un momento, seppur fugace, dedicato alla ristorazione. C'è poi lo spazio dedicato all'identità della cucina territoriale. La *food-court*, invece, è dedicata alla vera esperienza alimentare, che si traduce in spazi dedicati al singolo ristoratore, affinché possa differenziarsi e proporre un'esperienza culinaria più profonda. Un altro tema molto caldo nell'evoluzione del mondo dei centri commerciali è quello dell'intrattenimento, coi tanti elementi che lo caratterizzano. Il format del segmento *leisure* è, per sua stessa natura, innovativo e molto coinvolgente, sospinto dal desiderio di facilitare la possibilità di far vivere delle esperienze ai consumatori che visitano il centro commerciale e intrinsecamente, quindi, di alimentare la presenza fisica e la permanenza media all'interno della struttura. Oggi, a eccezione di cinema, spazi gioco per bambini (YoungGo) e spazi per attività sportive (ZeroGravity), mancano operatori in grado di offrire format innovativi e di semplice fruizione.

Tale assenza è dovuta prevalentemente al fatto che i canoni nei



centri commerciali risultano essere troppo elevati per i fatturati generati da questa tipologia di attività, che ha anche un profilo di rischio maggiore rispetto all'attività retail tradizionale. Le proprietà, nonostante comprendano che l'intrattenimento è in grado di favorire l'aumento dei clienti e soddisfare le esigenze specifiche di una parte dei consumatori, non accettano favorevolmente la riduzione delle proprie fonti di reddito.

Altro elemento che porta a una bassa propensione ad accogliere queste nuove attività è l'assenza di uno storico che dia evidenza empirica di un consequenziale aumento di spesa, di *footfall* o di permanenza nel centro, quindi di una crescita del canone medio del centro commerciale.

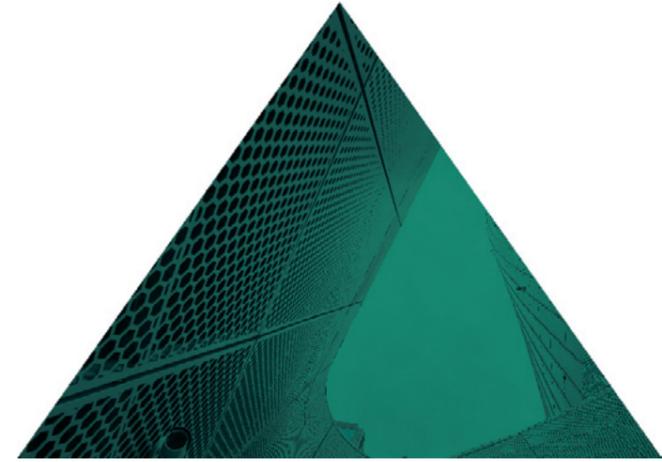
Per iniziare quindi ad avviare un trend di crescita della componente di intrattenimento all'interno di un centro sarebbe necessario proporre affitti sostenibili all'operatore, garantire un contributo di *fit-out* e gestire in maniera flessibile l'attività in modo che questa si adatti alla realtà locale specifica.

E-tail, retail ed e-commerce, opportunità e limiti

Il tema dell'*e-commerce* e del suo impatto sul mondo del Retail "tradizionale" rimane fondamentale per il settore. L'espansione del mondo del retail virtuale non determina un abbandono del mondo fisico e, addirittura, spesso integra e sfrutta il *knowledge* digitale all'interno del negozio fisico. Esistono alcuni operatori, specializzati nella vendita esclusiva tramite l'online, che hanno deciso di abbracciare la sfida di entrare nel mondo delle vendite tradizionali, ma seguendo le proprie regole e facendo leva sui propri punti di forza. Spesso, è possibile effettuare l'acquisto in questi negozi solo tramite un account legato allo store online; oppure il negozio funge solo da *showroom*, in cui non è possibile fare compere e il prodotto viene consegnato a casa dopo l'acquisto online; o ancora ci sono negozi che perdono la cassa come punto fisico e nei quali il consumatore viene riconosciuto dal sistema in automatico e altrettanto in automatico procede al pagamento; altri operatori puntano sullo sfruttamento di apparecchiature e sistemi digitali all'avanguardia che permettono di far visionare e testare i prodotti presenti nel catalogo ai clienti. Il driver principale che deve essere comune in ogni negozio, sia esso originato dagli operatori tradizionali che dagli operatori di *e-commerce*, è rappresentato dall'esperienza di acquisto.

Il motivo primo che spinge all'apertura di negozi tradizionali è la capacità di far vivere una esperienza di acquisto positiva, in

cui l'elemento emozionale punta al cosiddetto effetto sorpresa. Lo studio dell'*Halo Effect* dà prova che l'ingresso nel Retail tradizionale da parte di operatori puri di *e-commerce* è un elemento a favore del *brand*. L'*Halo Effect* dimostra infatti che all'apertura di un negozio fisico il numero di click, e di consequenziali vendite, tende ad aumentare per quello specifico *brand*, per poi si diminuire, ma attestandosi a un livello superiore rispetto a quello di partenza (precedente quindi all'apertura del negozio fisico). Conseguenzialmente, è stato anche dimostrato che l'eventuale chiusura di un negozio fisico ha un riflesso negativo sugli affari generati dalle vendite online: è innegabile dunque lo stretto legame che si è oramai instaurato fra l'online e l'offline. Legame che, tra l'altro, diviene sempre più stretto e forte, tant'è che il giro di affari di un operatore non può essere calcolato se non come la sommatoria del business dell'online e dell'offline. Ovviamente, l'unione fra questi due mondi ha ancora molti limiti, primo fra tutti il costo della tecnologia, che è molto alto e ha un tasso di obsolescenza anche maggiore, causando la necessità di ingenti e continui investimenti per mantenere alto il livello di innovazione. Non tutti i consumatori però sono pronti all'innovazione e molto spesso questo dipende anche dal settore merceologico di riferimento. Bisogna quindi considerare bene qual è il reale bacino di utenza di riferimento. La tecnologia e l'*e-commerce* sono additati, talvolta, come quell'elemento negativo che mina alle fondamenta del mondo Retail nella sua declinazione tradizionale, prevalentemente sulla scorta degli eventi accaduti nel mercato immobiliare americano. La realtà è che si è cercato in questo modo di giustificare la chiusura di centri commerciali mal gestiti e non adattati alle nuove esigenze dei consumatori, usando l'avvento dell'era digitale come capro espiatorio. In tale contesto, la realizzazione di nuovi centri ha giocato un ruolo determinante nel fallimento di molti altri, invece, obsoleti. Nel mondo retail, è fin troppo palese che le strutture organizzate come il centro commerciale siano in continua evoluzione. La dinamicità dei cambiamenti legati all'uomo e al suo stile di vita si riflettono inevitabilmente anche sui luoghi che frequenta più spesso, per cui diventa essenziale non fermarsi e, anzi, comprendere il cambiamento per essere in grado di sostenere e affrontare le sfide del futuro, facendo leva su elementi nuovi da integrare alle proprie tradizioni nella gestione di questi spazi.



OUTLOOK LOGISTICA



LA PERFORMANCE DI MERCATO

Il 2018 è stato, nel comparto della Logistica, un anno assolutamente performante, che ha generato un risultato anche superiore rispetto al 2017. A dimostrazione della buona performance dell'anno, il 2018 ha visto una ulteriore contrazione del rendimento *prime*, fattore che evidenzia ulteriormente l'interesse e l'attrattiva che assume questo settore, che si impone sempre più come destinazione di investimento "primaria", consolidata con veste ben definita, oramai completamente fuori dal gruppo degli Alternative. Un elemento davvero importante, che ha rappresentato l'elemento fondamentale per il raggiungimento di risultati performanti, è stato l'esplorazione di *location* nuove. L'attenzione a destinazioni diverse da quelle usuali non ha interessato solo gli investimenti, ma ha coinvolto anche il Take-up che, nonostante non raggiunga le performance del 2017, vede il Veneto e l'Emilia Romagna come aree di crescente interesse, mentre Milano e Roma si confermano *main-destination*. A dimostrare il crescente interesse verso tutte le *location* c'è anche, per il 2018, un aumento dei canoni di locazione per tutte le aree italiane. L'assorbimento nazionale ha assistito a una flessione principalmente causata dall'assenza di prodotto disponibile, soprattutto se si considerano le dimensioni

maggiori e la qualità degli immobili: lo sfitto su base nazionale si contrae, infatti, attestandosi al 2,6%. L'area di maggiore interesse in Italia continua a essere quella milanese, nella sua definizione *Core e Greater*. Milano, in quanto *hub* fondamentale sia per i collegamenti nazionali che internazionali, convoglia gran parte dello stock di qualità di tutto il territorio Italiano e anche i canoni premiano questa *location*, al pari di quella romana, confermandosi i più alti del Paese.

Gli utilizzatori principali degli immobili logistici sono stati nel corso del tempo prevalentemente i 3PL. Nell'ultimo anno si è avviato un trend crescente di utilizzo diretto degli spazi da parte di retailer ed operatori di *e-commerce*. Gli operatori di *e-commerce* sono stati addirittura in grado, durante il terzo trimestre del 2018, di superare il primato incontrastato dei 3PL in termini di percentuale di assorbimento sul totale assorbito del trimestre. Tale sorpasso ha dimostrato in maniera concreta come la logistica sia diventata attività portatrice di profitto senza l'ausilio di operatori logistici terzi. In questo contesto, la logistica diviene quindi parte integrante del *core business*, senza utilizzare altri operatori come i 3PL, poiché l'ottimizzazione del canale logistico porta a un notevole vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti.

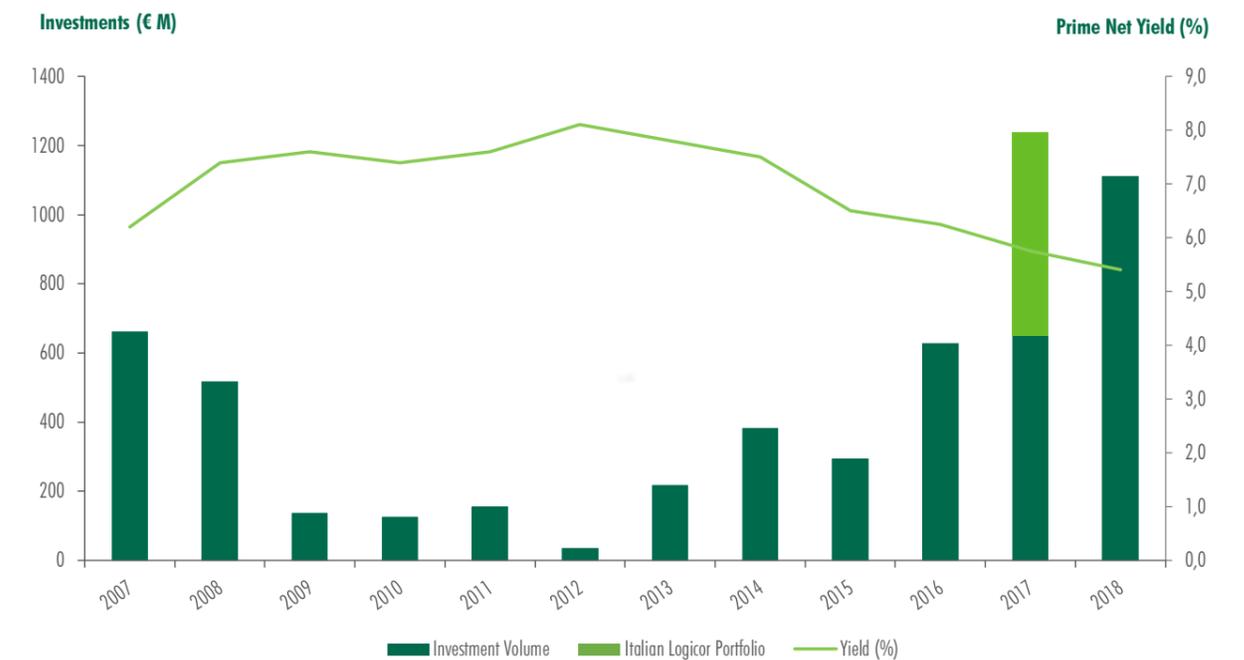


Il 2018 ha visto una ulteriore contrazione del rendimento *prime*, fattore che evidenzia ulteriormente l'interesse e l'attrattiva che assume questo settore, che si impone sempre più come destinazione di investimento "primaria".

I nuovi sviluppi

L'interesse nei confronti del mercato della logistica è oramai molto alto e vanta una crescita parecchio intensa negli ultimi anni. Ciò che risulta evidente è però che, in una direzione contrastante e stridente rispetto a tale crescita, vi è un'assenza di stock di qualità che, nonostante cresca di anno in anno in maniera consistente, non frena la continua contrazione dello sfitto, a dimostrazione di una necessità di immobili non pienamente soddisfatta. In questo scenario, in cui gli utilizzatori non trovano immobili adeguati e gli investitori non riescono a soddisfare le proprie necessità, non stupisce che vi sia un rinnovato interesse per gli sviluppi speculativi in questo settore. Data la natura di questi sviluppi non vi è però interesse verso la sperimentazione di nuove *location*, che potrebbero dimostrarsi rischiose e magari poco performanti, ma si pone l'attenzione verso *location* consolidate, maggiormente sicure,

INDUSTRIAL & LOGISTICS | VOLUME DEGLI INVESTIMENTI



Fonte: CBRE Research.

dove la domanda si conferma sempre molto elevata. L'immobile deve, ovviamente, rispettare dei requisiti di standard elevati, ma quello che nel dettaglio risulta essere essenziale per questa tipologia di sviluppo è la flessibilità delle strutture. Per essere vincenti bisogna quindi essere capaci di rendere l'immobile adattabile a seconda dell'operatore che utilizzerà il magazzino, per il fatto che questo non è destinato, in origine, a un operatore specifico. La dimensione tipica per questa tipologia di sviluppo è medio-grande, quindi compresa fra i 30.000 ed i 50.000 metri quadri.

Creare prodotto speculativo, in questo momento specifico, rappresenta la chiave di volta essenziale per il mercato della logistica, poiché permette di soddisfare un duplice bisogno: rispondere all'interesse e alle necessità dell'investitore che non trova immobile di qualità a disposizione sul mercato e, al contempo, risolvere anche il problema dell'elevata domanda

di immobili in locazione, attualmente insoddisfatta, in cui ci si aspetta che il canone continui a crescere, mentre si riduce il processo di compressione dei rendimenti.

Le potenziali criticità e gli effetti di un mercato così rapido

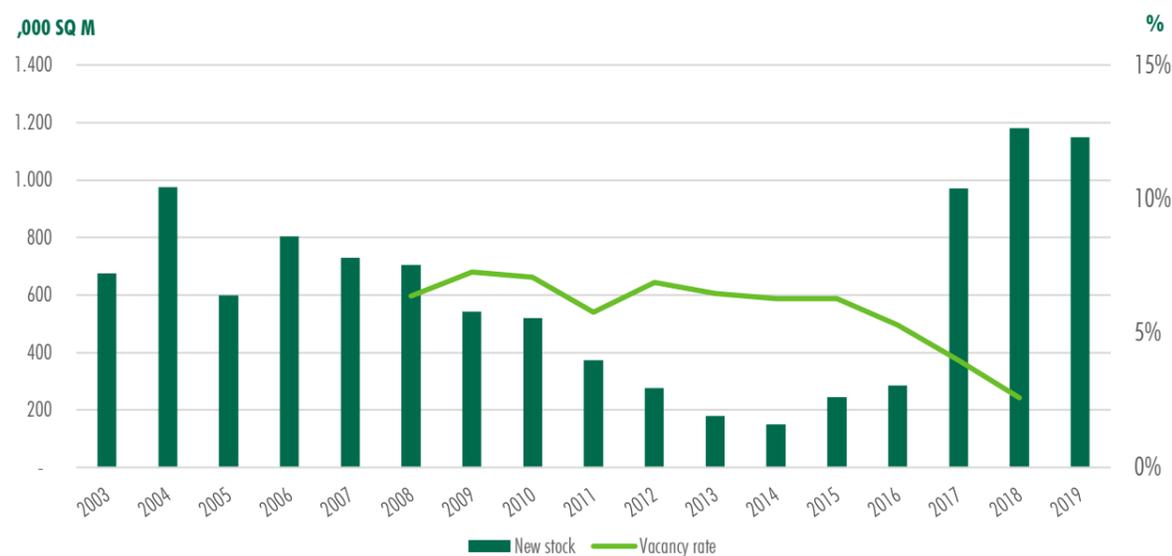
In un contesto in cui la logistica sta raggiungendo ritmi e numeri davvero positivi, bisogna però tener d'occhio alcuni elementi. Primo fra tutti è il rendimento e il suo processo di contrazione. Il rendimento troppo compresso, insieme con la leva finanziaria a cui si va incontro per effettuare l'investimento, fa sì che l'investimento in questione sia facilmente associabile a investimenti che hanno una minore percezione di rischio, fattore che potrebbe minare anche un settore performante come quello della logistica.

Un altro elemento da tenere in considerazione è legato al consumo del territorio. Ciò che sta accadendo per questo

Creare prodotto speculativo, in questo momento specifico, rappresenta la chiave di volta essenziale per il mercato della logistica

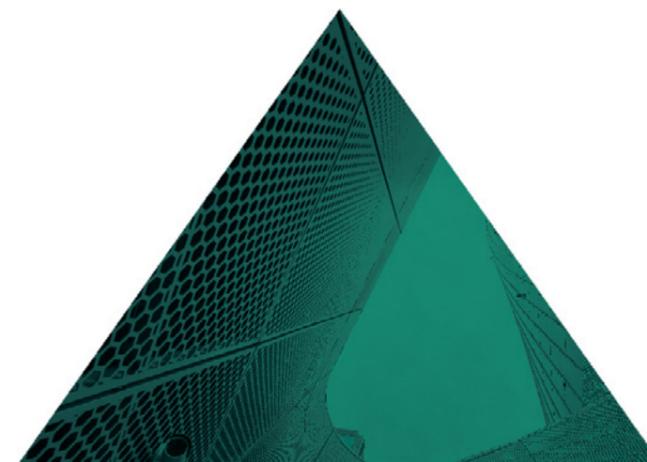
settore è che, a scapito di una domanda elevata, le aree disponibili si contraggono, per cui il costo di quelle utilizzabili sarà sempre più elevato. In una situazione simile, anche i canoni cresceranno e il prodotto disponibile da sfruttare per gli investimenti e la locazione sarà sempre minore. Ciò che ci si aspetta in questo caso è che il prodotto stesso cambi: modificando la tipologia di immobile, le aree dismesse diverranno attraenti per la logistica, e il *brownfield*, per esempio potrà diventare un prodotto di investimento interessante.

LOGISTIC COMPLETIONS¹

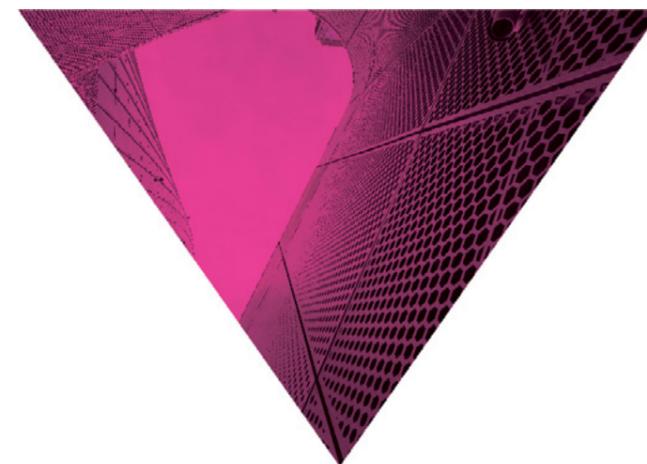


¹ Stima 2019.

Fonte: CBRE Research.



OUTLOOK RESIDENZIALE



IL 2018 CONFERMA L'APPETIBILITA' DEL SETTORE RESIDENZIALE PER GLI INVESTITORI, CON L'EMERGERE DI NUOVE FORME DI ABITARE ALTERNATIVO

L'attività registrata nel corso del 2018 ha confermato quanto emerso già nel 2017: un forte interesse per l'Italia da parte degli investitori e una crescente appetibilità del comparto residenziale. L'Indagine CBRE sulle Intenzioni degli investitori nel 2019 mostra un interesse in grande crescita per il settore. Infatti, il 72% degli investitori dichiara che il Residenziale rappresenta un asset class interessante su cui investire, risultato in forte crescita rispetto al 63% del 2018 e il 33% del 2017.

Dopo la crisi che ha colpito questo settore nell'ultimo decennio, il mercato residenziale italiano sta lentamente crescendo. A confermarlo è il numero delle transazioni immobiliari rilevato

dall'Osservatorio dell'Agenzia delle Entrate che, rispetto al terzo trimestre del 2017, è aumentato del 6,7%¹. Analogamente, vede una crescita anche il numero delle richieste di mutuo per l'acquisto di una abitazione. Infatti, secondo gli ultimi dati diffusi dall'ABI², nei primi dieci mesi del 2018, l'ammontare totale dei prestiti concessi alle famiglie ha evidenziato una variazione positiva del 2,1%, grazie soprattutto alle politiche monetarie promosse dalla Banca Centrale Europea.

In forte crescita la componente d'investimento che balza dal 6,1% del 2017 al 15,4% di quest'anno³. Nord e Centro Italia

Pensi che il settore residenziale sia un'asset class interessante in cui investire?

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

Fonte: CBRE Italia, Indagine sulle intenzioni degli investitori in Italia nel 2019.

¹ Rapporto Immobiliare 2018. Il settore residenziale, Agenzia delle Entrate con la collaborazione di ABI.

² ABI Monthly Outlook Ottobre 2018, Economia e Mercati Finanziari-Creditizi, ABI.

³ II° Rapporto Osservatorio Immobiliare, Nomisma.

appaiono le aree preferite dagli investitori. Nel 2018, il tasso di crescita maggiore si evidenzia a Milano (+5,4%) e Roma (+3,2%), le due città in cui si registra anche la percentuale maggiore di nuove abitazioni, rispettivamente con il 25% e il 16%. L'Italia sta viaggiando a due velocità differenti, appare evidente. Esistono infatti territori (Milano e Roma in primis) in cui il mercato residenziale è più maturo e vivace, a differenza delle aree interne e delle città secondarie in cui, invece, questo processo, seppur in lento sviluppo, risulta ancora in una fase embrionale.

In particolare, a trainare la crescita del mercato residenziale sono stati gli affitti brevi: la crisi economica degli ultimi anni, unita alle nuove dinamiche di una società in cui le parole d'ordine sono mobilità e flessibilità, stanno spingendo sempre più verso un modello di mercato basato non tanto sull'acquisto, ma sulla locazione per brevi periodi di tempo, quantomeno nei mercati *prime*.

Considerando gli alti rendimenti che si possono ottenere tramite questa nuova modalità contrattuale, la tendenza in questo settore nei prossimi anni sarà quella di un numero di investitori sempre maggiore in ingresso nel mercato italiano. Il comparto degli affitti brevi sarà quello di maggior interesse in quanto, contrariamente alla più tradizionale forma di locazione di lunga durata, garantisce un minor rischio locativo e un tasso di occupazione annuo che si aggira intorno al 85%⁴, seppur queste condizioni siano variabili dipendendo dallo stato dell'appartamento, dalla posizione e dalla capacità dei proprietari di promuovere l'immobile.

Lo svilupparsi di questo fenomeno porterà gli investitori a rivalutare il recupero di immobili particolarmente promettenti per posizione e tipologia, soprattutto all'interno dei centri urbani di maggior interesse. Una volta terminata la fase di recupero, gli immobili saranno ceduti ad operatori terzi (già oggi presenti sul mercato, come ad esempio DoveVivo e MyPlace) in grado di valorizzarli, gestirli e promuoverli sul mercato degli affitti brevi.

Per questo settore si prospetta quindi una crescita esponenziale legata a due principali fattori: da un lato il grande potenziale inespresso che caratterizza le città italiane e dall'altro la forte domanda latente di *single*, giovani coppie, studenti, lavoratori

immigrati e turisti alla ricerca di una sistemazione per brevi periodi di tempo.

A sostenere la diffusione di questa nuova forma di locazione saranno soprattutto le nuove piattaforme tecnologiche e informatiche che velocizzano il processo di interazione tra domanda e offerta e promuovono nuove forme di commercializzazione con costi di transazione ridotti.

Parallelamente alla logica degli affitti brevi, sarà sempre più diffusa quella della *sharing economy* che cambierà completamente anche il paradigma dell'abitare: la casa non sarà più vista come un "bene", ma potrà essere concepita come un "servizio", con la condivisione come elemento fondante delle nuove forme residenziali.

COS'È L'AFFITTO BREVE

L'affitto breve rappresenta la tipologia di contratto temporaneo che prevede una locazione di durata inferiore rispetto all'affitto tradizionale. Indicativamente, tutti gli affitti al di sotto dei 18 mesi rientrano in questa categoria, che a sua volta include due sottocategorie:

- l'affitto turistico – che arriva ad un massimo di 30 giorni;

- l'affitto transitorio – che generalmente non supera mai i 18 mesi.

Negli ultimi anni, l'affitto breve si è diffuso notevolmente per far fronte a varie esigenze: esso rappresenta infatti una soluzione apprezzata sia da chi viaggia per svago o per lavoro, sia da lavoratori e studenti e fuori sede, pazienti in cura presso gli ospedali e altre tipologie di utenti. Da un punto di vista economico, l'affitto breve rappresenta una grande opportunità, consentendo di incrementare il ritorno sull'investimento portando il rendimento dell'immobile fino al 7%⁵. Da un punto di vista fiscale, le due possibilità per i proprietari sono la cedolare secca al 21% o il versamento dell'IRPEF (aliquota minima del 23%), indicando nella dichiarazione dei redditi i proventi delle locazioni.

⁴ III° Rapporto Osservatorio sugli Affitti Brevi, I° Semestre 2018, Halldis.

⁵ III° Rapporto Osservatorio sugli Affitti Brevi, I° Semestre 2018, Halldis.

IL MERCATO RESIDENZIALE ALTERNATIVO: UNA NUOVA ASSET CLASS DOVE IL DRIVER È LA “COMMUNITY”

Il 2018 conferma un crescente interesse per il mercato residenziale alternativo in Italia che inizia ad essere considerato una nuova asset class per gli investitori istituzionali, sempre più interessati alla diversificazione dei loro portafogli.

All'interno del mercato residenziale alternativo, oggi strettamente legato al concetto di *co-living*, rientrano diverse forme residenziali che si stanno sviluppando in relazione ad esigenze ben precise della domanda. Tra le principali troviamo lo Student Housing, il Senior living o il PRS, ove la residenzialità è connessa all'idea di servizio più che di alloggio e la gestione assume un ruolo centrale, spesso legata ad opportunità di *co-working* e *co-learning*.

La “rivoluzione” del mercato residenziale sta influenzando le strategie d'investimento dei *player*: gli operatori, volti fino a qualche anno fa a creare spazi legati alla famiglia tradizionale, negli ultimi anni rivolgono la loro attenzione ad altri segmenti della società (per esempio le fasce di giovani compresi da 20 e 40 anni) che esprimono l'esigenza di nuovi format residenziali molto più flessibili, dove la “community” è il driver di riferimento.

Tra le forme di residenziale alternativo, al di là dei più consolidati mercati dello Student Housing e Senior living, troviamo anche quegli alternative asset quali il *micro-living*, il residenziale in locazione (*multi-family*) e tutte quelle forme di *co-housing* dove i driver non sono solo l'erogazione di servizi

aggiuntivi, ma anche la presenza di spazi dove è possibile la condivisione di esperienze.

In particolare, in Italia, l'attenzione degli investitori istituzionali sarà rivolta soprattutto a quei prodotti la cui domanda è ancora rimasta insoluta e dove c'è un forte margine di crescita.

Come dimostrato dal mercato, l'interesse degli investitori è stato espresso attraverso operazioni che hanno interessato non solo città come Milano, ma anche città secondarie per cui questi nuovi format rappresentano un'opportunità di rilancio (si veda l'esempio degli studentati portati da operatori in città secondarie quali Firenze, Chieti, Bologna, Bari)⁶. Tale scelta permette di diversificare i portafogli sia da un punto di vista dei rendimenti che geografico, con l'allocazione di capitali non soltanto più nelle *prime location*.

Allo stesso tempo, a Milano nuovi progetti quali gli studentati in Via Giovenale e Via Ripamonti, piuttosto che il recupero dell'ex teatro comunale a Firenze, sono pensati (da Hines con il supporto di Aparto) per fornire degli spazi di *micro-living* sotto il format di affitti brevi (*short-medium term accommodation*). Gli spazi non sono solo rivolti agli studenti, ma anche agli *young professionals* e ai turisti, con zone di *co-living* in cui sono presenti servizi quali la piscina, la palestra, la sala cinema e aree comuni per il *co-working*, palestre, zona *wellness* e *fitness* e aree comuni per *book-sharing*.

Questi nuovi trend con un taglio fortemente “*social/shared*” impattano sempre più sui nuovi sviluppi residenziali. In particolare, i primi esempi si registrano a Milano (Milano IQ9 House in via Quadrio 9 dotato di sala fitness; Giusti Garden in via Giusti 9 con zona *wellness* e palestra; Menotti 11 con area *wellness*).

Quello che ci si aspetta dal 2019 è una maggiore attenzione verso un prodotto residenziale alternativo e di qualità in grado di colmare una domanda sempre più in ascesa. L'attenzione sarà rivolta verso quei format che ad oggi esistono in forma solo embrionale quali il residenziale in affitto (*multi-family*) e il residenziale con annessi servizi a supporto della comunità, attraverso la cooperazione di operatori, piattaforme e investitori che possano mettere le competenze acquisite a livello europeo e internazionale a servizio delle esigenze della comunità e delle peculiarità del territorio.

FORMAT IN CRESCITA

All'interno del residenziale alternativo i format più interessanti e per le quali prevediamo una crescita della domanda sono:

CO-LIVING: il piccolo insediamento residenziale.

Insediamento residenziale che presenta servizi di multifunzionalità comunitaria (lavanderia, palestra, cucina, ecc.) integrativi e non sostitutivi di quelli privati. La presenza di regole costituzionali e operative di carattere privato ne garantiscono specificità e corretto funzionamento. La terza caratteristica del *co-housing* riguarda la componente valoriale, ponendo al centro solidarietà, convivenza attiva, aiuto reciproco e inclusione. Come già evidenziato tra le forme più consolidate si riconoscono lo Student Housing e il *senior living*.

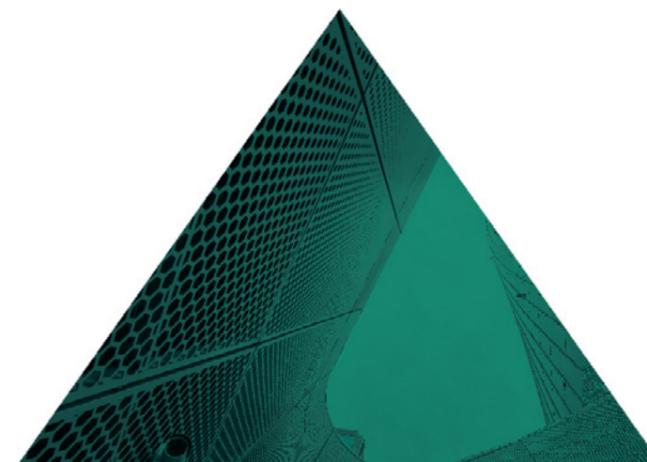
MULTI-FAMILY: un grosso investimento, un unico proprietario.

Grande investimento da parte di un singolo *player* che acquisisce un intero immobile (o complesso immobiliare) e loca tutte le unità a disposizione a differenti affittuari. Le forme più avanzate e complesse, all'estero, vengono amministrate da società di gestione. In Italia, per la complessità normativa e l'eccessiva tutela a favore dei locatari, la gestione viene effettuata soltanto da soggetti privati.

MICRO-LIVING: uno spazio a misura d'uomo.

All'interno della definizione di *micro-living* sono racchiusi differenti e innovativi concetti. Dall'utilizzo di spazi ridotti per non rinunciare alle comodità del centro città, all'economicità e risparmio grazie all'utilizzo di unità residenziali non più grandi di 20-40 mq. Il *micro-living* permette, con il compromesso di rinunciare a parte degli spazi interni dell'abitazione, di accedere a zone più interessanti delle grosse città, ottenendo nell'immediato benefici legati al risparmio, all'incremento quantitativo e qualitativo dei trasporti e più in generale dei servizi connessi.

⁶ Uno dei principali operatori che ha investito nel settore dello Student Housing in città secondarie è Fattore Italia che, tramite la piattaforma Campus X, ha portato a termine alcune operazioni in queste città. Molto importante la presenza sul territorio italiano di Camplus che, con 7.000 posti letto e un patrimonio gestito di 500M€ (40% di proprietà), fornisce agli studenti un servizio integrato di qualità distribuito sulle città italiane universitarie più importanti.



OUTLOOK ALTERNATIVES



in quanto le strutture esistenti con oltre 250 posti letto, che generano un certo interesse negli investitori internazionali, sono principalmente di proprietà di enti pubblici o religiosi. Questo interesse emergente, oltre alle promettenti prospettive future, ha portato The Class of 2020 a impegnarsi nel progetto di *advisory* "Milano Urban Campus" con il Comune di Milano, facendo incontrare operatori, investitori, sviluppatori, progettisti, per discutere le opportunità di recupero di quattro aree dismesse a Milano e fornire indicazioni e raccomandazioni utili allo sviluppo del settore del *purpose-built student accommodation* (PBSA) in città.

Bologna, Firenze, Torino, Roma

Bologna, Firenze, Torino e Roma, beneficiando della presenza di Atenei riconosciuti a livello nazionale e internazionale, di un'alta qualità di vita e di numerose opportunità accademiche, lavorative e d'intrattenimento, sulla scia di Milano rappresentano oggi mercati altrettanto interessanti per gli investitori e gli operatori per l'inaugurazione di strutture che siano in grado di intercettare un bacino di studenti principalmente internazionali e dall'alta capacità di spesa, ma anche spesso giovani professionisti. In linea con i principali trend registrati nel mercato UK nel corso del 2018, il modello proposto è tendenzialmente ibrido: esso unisce la possibilità di permanenze a lungo termine (uno o due semestri) con la formula alberghiera di *short stay* (per

rispondere alle necessità di studenti o turisti nei mesi estivi). Si aggiungono quindi agli spazi di studentati più tradizionali anche spazi adibiti al *co-working* e al *co-learning*.

E le città "secondarie"?

Altre città, oggi ritenute "secondarie", potrebbero però emergere a breve nel panorama italiano. Città come Pisa, Padova, Venezia, Parma, Pavia, Genova, Napoli e Trieste presentano una serie di fattori che potrebbero facilitare l'ingresso di investitori e operatori e di strutture di PBSA. In particolare:

- la presenza di importanti Atenei (pubblici o privati) con elevati *ranking* a livello nazionale e internazionale (un esempio tra tutti, la Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, che rappresenta un'eccellenza a livello italiano e si classifica al 153° posto a livello mondiale su 1.258 istituzioni censite nella classifica di THE - Times Higher Education World University Rankings);
- buone opportunità di investimento con disponibilità di aree a prezzi inferiori rispetto alle città *prime* (in primis Milano) con buone prospettive di margine;
- *monthly rates* leggermente inferiori a quelle sostenute nelle città con maggior attrattività;
- l'attrattività turistica.

Vari operatori e developer sono già attivi in queste città, come per esempio Rtmliving a Trieste e Parma, Gastameco e Camplus a Venezia, Campus X a Bari.



PRINCIPALI CITTA' E OPERATORI E SVILUPPATORI	DIMENSIONE	APERTURA PREVISTA
BOLOGNA		
The Student Hotel Naville neighborhood	n.a.	2019
FIRENZE		
Camplus Via del Romito	206 letti	n.a.
The Student Hotel Viale Belfiore	n.a.	2020
The Student Hotel Manifattura Tabacchi	n.a.	n.a.
Campus X	246	2019
Hines	600 letti	n.a.
MILANO		
Campus X	n.a.	n.a.
Hines Via Giovenale	600 letti	n.a.
Hines Via Ripamonti	600 letti	n.a.
In Domus Via dell'Innovazione	104 letti	2020
Gastameco Ripa di Porta Ticinese	224	2018
ROMA		
The Student Hotel San Lorenzo	n.a.	2020
TORINO		
Camplus	2.000 letti	n.a.
Campus X Corso Ferrucci	150 stanze	2019
Reale Mutua Corso Palestro	800 letti	2018
Zanon Family Campus di Fenera	220 letti	2020

Fonte: CBRE Research.

HEALTHCARE, SETTORE IN CRESCITA CON IMPORTANTI PLAYER

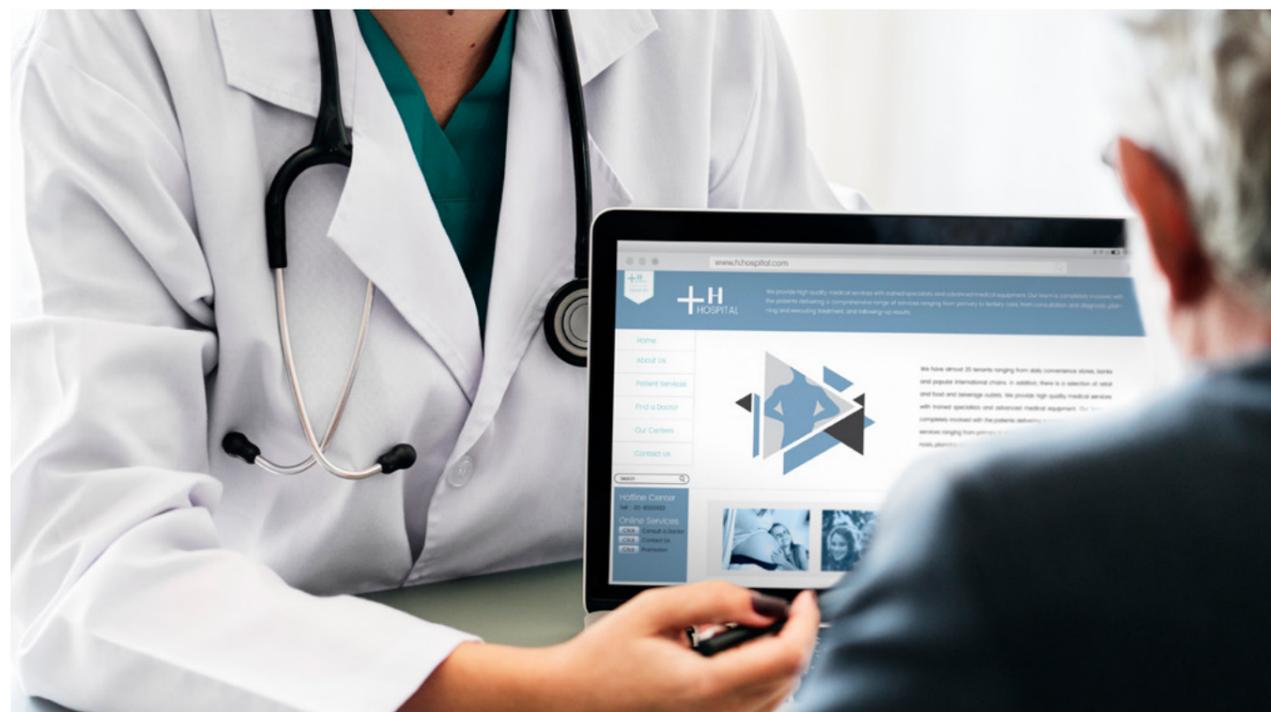
I bassi tassi di natalità combinati con un'aspettativa di vita sempre più lunga stanno portando a un progressivo invecchiamento della popolazione europea. L'età mediana nella UE-28 al 1° gennaio 2017 era di 42,8 anni, mentre l'Italia, che è la Nazione con popolazione più anziana assieme alla Germania, aveva un'età mediana di 45,9 anni (dati Eurostat). Nel 2017, l'Italia aveva il più alto *old-age dependency ratio* d'Europa (34.8%), seguita da Grecia (33.6%), Finlandia (33.2%), Portogallo (32.5%) e Germania (32.4%) (dati Eurostat). Questo fattore rende l'Italia uno dei Paesi più attrattivi per gli investitori del settore sanitario, in particolar modo per quanto riguarda il settore delle RSA (*nursing homes*). Mentre il settore ospedaliero risulta essere ad oggi nelle mani esclusive di operatori italiani, il settore delle RSA ha visto l'ingresso anche

di operatori stranieri che sono entrati con importanti operazioni di M&A.

Dal 2001 al 2014 il mercato Healthcare è stato caratterizzato per lo più da una scarsità di volumi. In una fase iniziale, il settore è stato caratterizzato da operazioni di piccole dimensioni, con i principali *fund manager* focalizzati su operazioni di lungo periodo che prevedevano le acquisizioni di piccoli portafogli di proprietà di gestori di case di riposo o di sviluppatori locali.

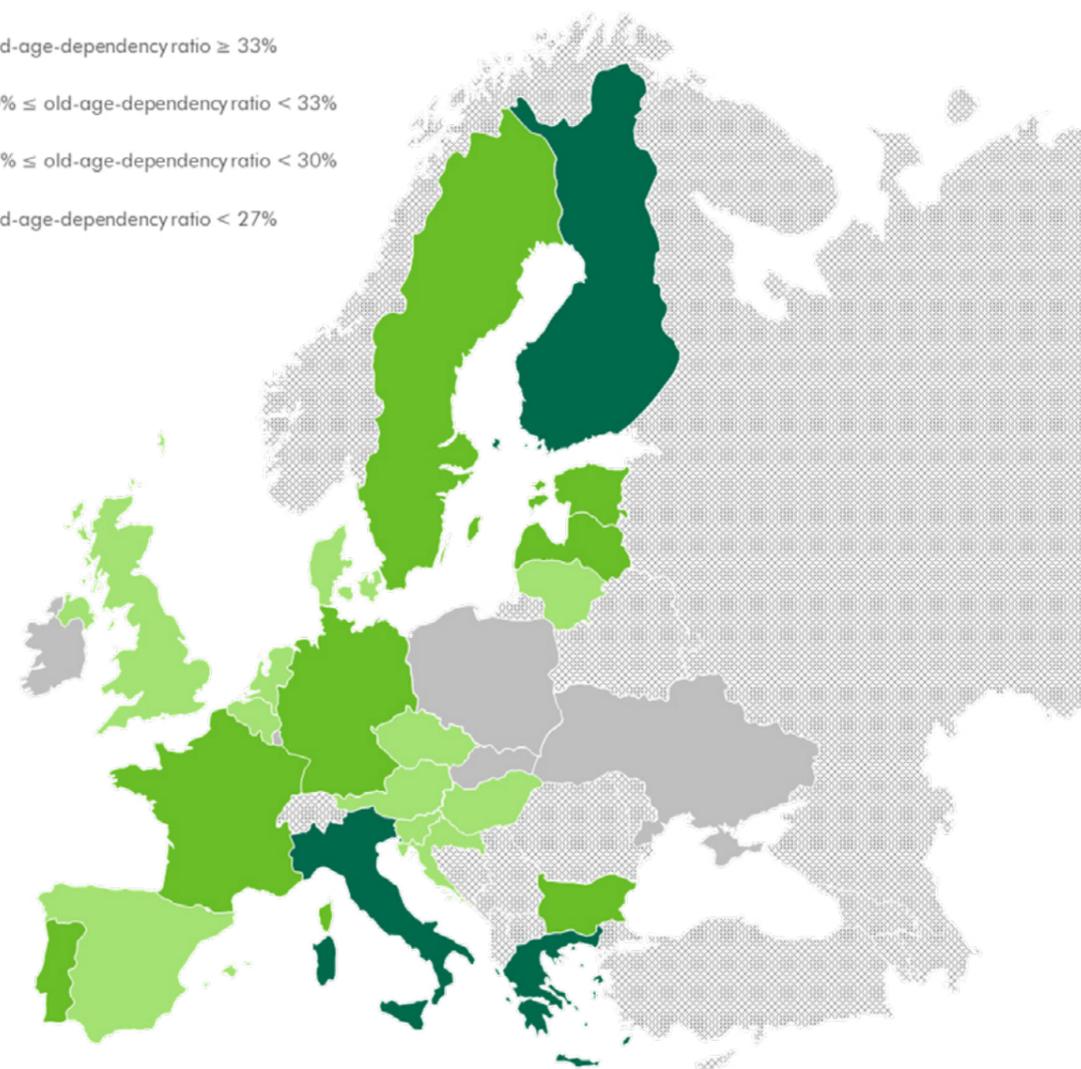
Dal 2015 il mercato sembra essersi consolidato, come dimostrato da un incremento significativo dei volumi rispetto agli anni precedenti.

Le ragioni principali di questo incremento possono essere



"OLD-AGE-DEPENDENCY RATIO"¹ IN EUROPA

- Old-age-dependency ratio $\geq 33\%$
- $30\% \leq \text{old-age-dependency ratio} < 33\%$
- $27\% \leq \text{old-age-dependency ratio} < 30\%$
- Old-age-dependency ratio $< 27\%$



¹ *Old-age-dependency ratio* calcolato come rapporto tra il numero di persone con 65 anni o più e quello di persone con età compresa tra i 15 ed i 64 anni; il valore del *ratio* è espresso per 100 persone di età compresa tra 15 e 64 anni (dati Eurostat).

correlate all'ingresso dei principali investitori specializzati in sanità nel panorama Europeo e all'inizio di operazioni di *Sale and Lease Back* (S&LB) su strutture sanitarie di grandi dimensioni come le *acute care facility*.

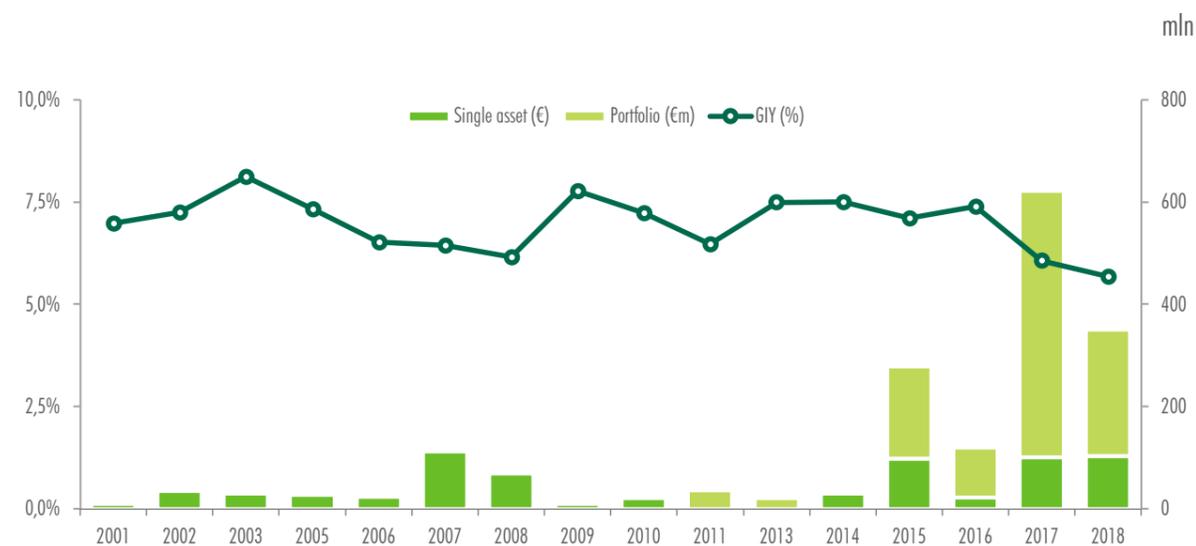
Nello specifico, AXA è stato uno dei primi investitori a entrare nel campo dell'*acute care* grazie alle operazioni di S&LB con il Policlinico di Monza nel 2015 e con Humanitas nel 2017. Queste due operazioni hanno reso AXA uno dei principali *player* del settore.

Sempre nel 2017, anche Primonial, leader negli investimenti Healthcare in Europa, ha rafforzato la sua presenza in Italia con due operazioni di S&LB con il Gruppo Villa Maria.

Nel 2018, nonostante si sia notata una contrazione dei volumi, nuovi investitori hanno scelto di allocare una buona parte del proprio patrimonio immobiliare nella sanità. Nell'estate del

2018, Savills IM SGR ha istituito il Fondo FIS il cui principale azionista è Cattolica: il fondo ha chiuso una prima operazione di S&LB con il gruppo Coopselios e intende continuare a investire nel settore nei prossimi anni.

EVOLUZIONE DEI VOLUMI HEALTHCARE IN ITALIA



Fonte: CBRE Research.

TREND DA OSSERVARE PER IL 2019

AUMENTO DELL'OFFERTA SANITARIA

Il comparto RSA ha una significativa *pipeline* in costruzione, il cui completamento è previsto nei prossimi anni, in particolar modo nel Nord Italia. Icade Santé, ad esempio, ha siglato un accordo con l'operatore di RSA Gheron per l'acquisizione di un portafoglio di circa 1,000 posti letto. Le RSA diventeranno operative tra il 2019 ed il 2021.

INTERESSE DEGLI OPERATORI AD AUMENTARE L'OFFERTA ANCHE SENZA ACCREDITAMENTO

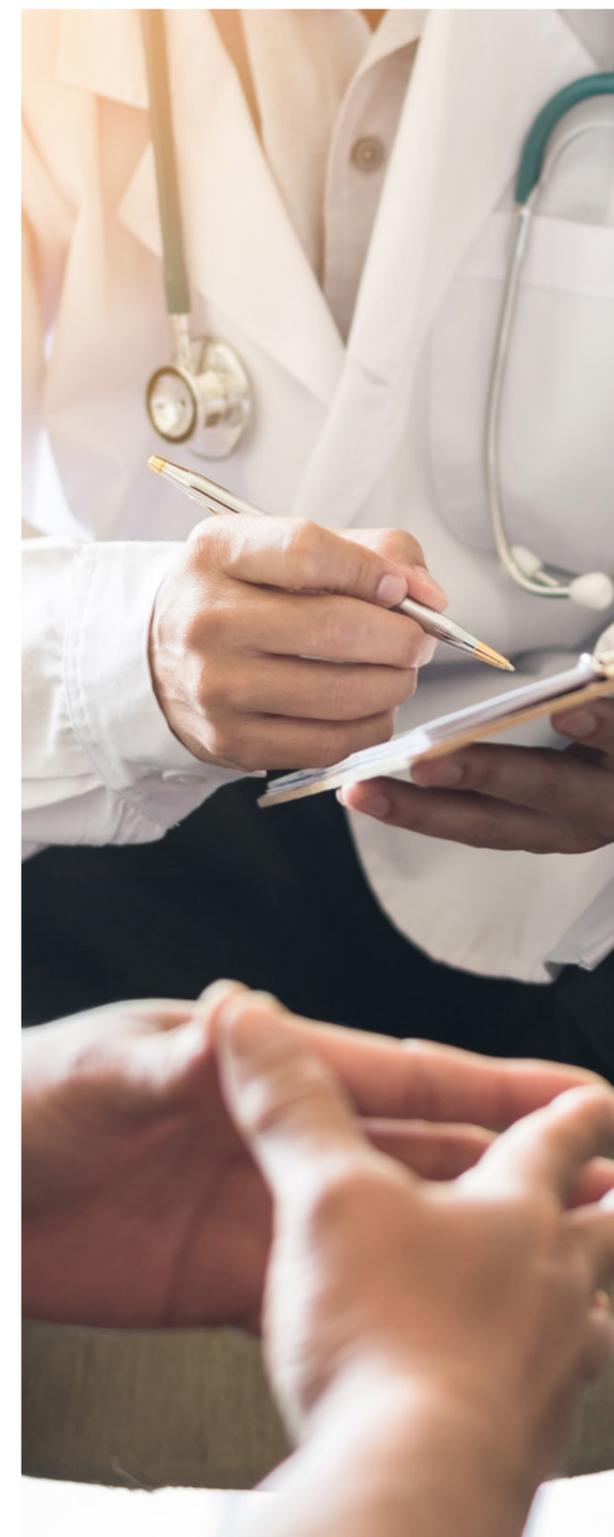
La crescente necessità di posti letto e la difficoltà degli operatori di ottenere gli accreditamenti (e quindi il potenziale contributo pubblico) spingono gli operatori sanitari a investire in regioni con un reddito pro-capite alto, che permette agli utenti di pagare la tariffa piena.

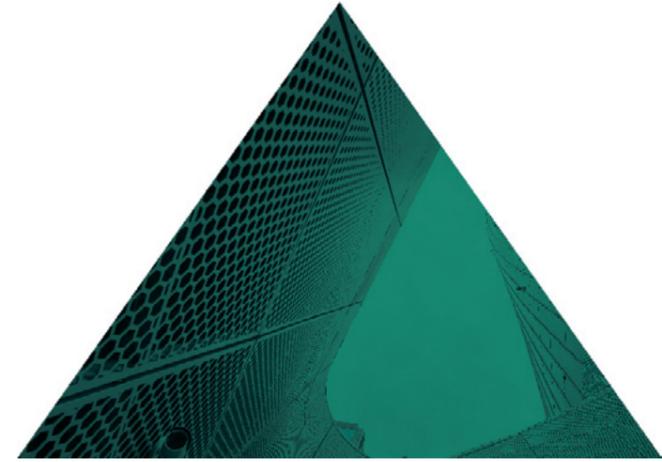
POTENZIALI NUOVE TRANSAZIONI DI PIATTAFORMA

Gli investitori istituzionali preferiscono strutturare *partnership* di lungo periodo con operatori sanitari per operazioni sia di S&LB che di acquisto di cosa futura. Per gli operatori sanitari che intendono consolidare il proprio posizionamento nel settore sanitario, avere un investitore partner nelle operazioni immobiliari permette di crescere senza aumentare eccessivamente il proprio indebitamento.

SECONDARY TRADING

La maggior parte degli investitori del settore sanitario ha un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Alcuni investitori hanno già dismesso del tutto o in parte i portafogli accumulati, altri potrebbero decidere di farlo per reinvestire in strutture di nuova costruzione o per diversificare la propria esposizione verso i tenant del settore.





OUTLOOK HOTELS



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

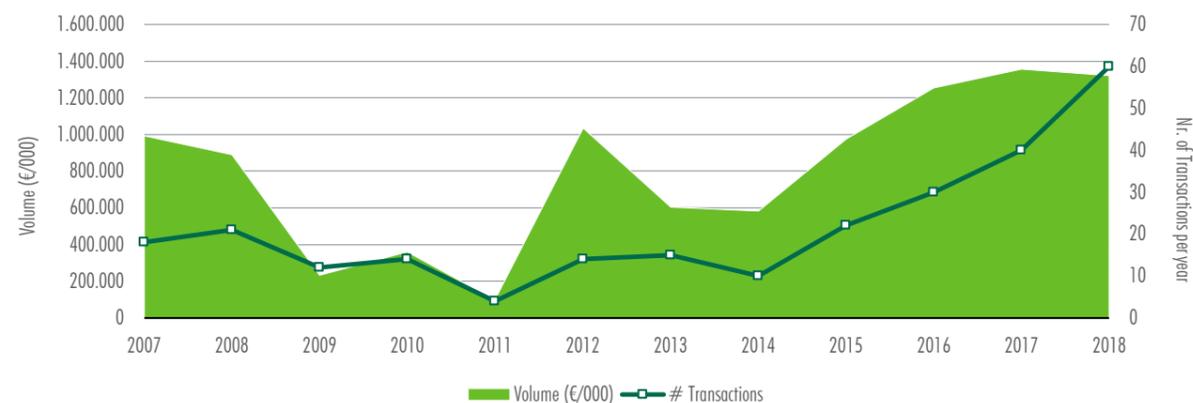
Un altro anno positivo per il mercato italiano

Il 2018 è stato un altro anno positivo per gli investimenti nel settore alberghiero con circa 1,32 miliardi di Euro di volume transato a fine anno (vs. 1,36 miliardi di Euro nel 2017). Si conferma pertanto il volume transato nel 2017 (superiore a 1,30 miliardi di Euro, volume massimo nel settore alberghiero italiano) mentre il numero degli asset alberghieri passati di mano è cresciuto rispetto all'anno precedente, registrando circa 60 operazioni concluse (vs. 40 circa del 2017). Questo significa che il biennio 2017-2018 rimane tuttora il periodo migliore per volume investito nel settore alberghiero degli ultimi 20 anni.

Circa l'80% degli investimenti alberghieri del 2018 si è concentrato nei quattro mercati primari di Milano, Roma, Firenze e Venezia (contro il 70% del 2017) e solo poco più del 20% ha riguardato portafogli di hotels (contro quasi il 50% del 2017). Il 57% degli

investitori alberghieri del 2018 sono stranieri (contro il 65% del 2017) e prevalentemente *owner operators*, fondi assicurativi e pensionistici europei. Le transazioni sono quindi avvenute nei principali mercati del Paese che hanno ormai di gran lunga superato le performance registrate nel periodo pre-crisi (la crisi di settore è ormai alle spalle) e su base single asset, coerentemente con la struttura tipica del mercato alberghiero nazionale (elevata frammentazione di proprietà e gestioni alberghiere, in mano a famiglie e proprietari locali). Ancora forte è l'interesse da parte degli investitori internazionali attratti dalle elevate e crescenti performance del settore, profili di rendimento accattivanti e limitato rischio di settore nei mercati primari in particolare. In forte crescita l'attività degli investitori cosiddetti "core", attratti dalle acquisizioni di immobili a reddito che nel 2018 hanno rappresentato più di un

TREND NELLE TRANSAZIONI ALBERGHIERE IN ITALIA



Fonte: CBRE Hotels.

PRINCIPALI TRANSAZIONI ALBERGHIERE NEL 2018

- Nel primo trimestre del 2018, Aina Hospitality ha completato l'acquisizione dell'hotel Four Points di Milano, 205 camere in zona Porta Nuova. Nello stesso trimestre il Gruppo Belmond ha acquisito il resort toscano Castello di Casole.

- Nel secondo trimestre del 2018, Swiss Life ha portato a compimento il primo investimento alberghiero in Italia acquisendo un portafoglio di due hotel da BNP Paribas (Radisson Blu Milano e Novotel Malpensa).

- Nel terzo trimestre del 2018 si è completata la vendita dei due hotels del portafoglio Lagare a Milano e Venezia-Murano acquisiti dal Fondo Pensioni dei Medici della Sassonia per essere riposizionati nel segmento lifestyle e gestiti dal Gruppo americano Hyatt col brand Centric.

- Nel quarto trimestre dell'anno l'investitore singaporiano CDL Hospitality proprietario del Gruppo alberghiero Millennium & Copthorne ha acquisito l'hotel MGallery Cerretani nel cuore di Firenze.

terzo del totale transato.

Le performance positive del mercato ricettivo italiano e l'aumento di opportunità di riposizionamento e *re-branding* stanno spingendo gli investitori a cercare ulteriori occasioni anche in località secondarie e/o altre tipologie di asset alberghieri, come resort, hotel *lifestyle*, ostelli.

Il rinnovato interesse per gli asset ricettivi ha portato ad una forte contrazione dei rendimenti che nei centri cittadini sono prossimi a quelli registrati nel settore degli uffici. Gli hotel rappresentano sempre di più una valida alternativa rispetto alle tradizionali asset class e sono oggetto di interesse per fondi, private *equity*, investitori istituzionali e gestori diretti.

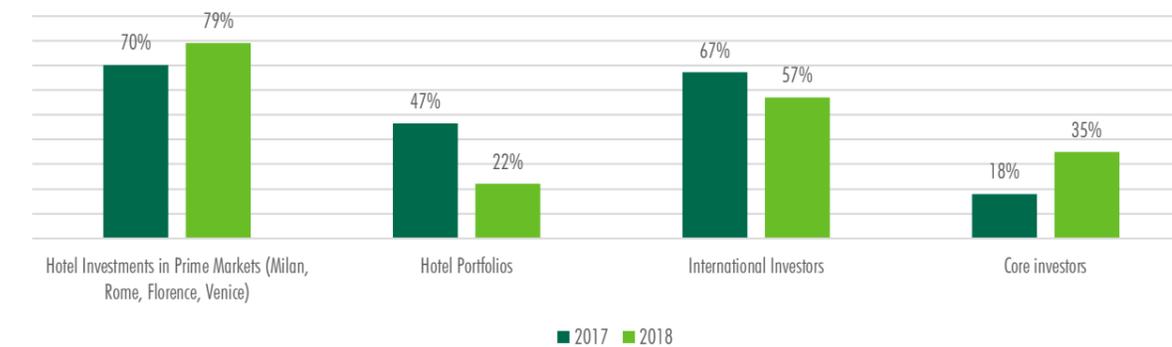
Registriamo ad oggi un elevato volume di opportunità già nel mercato con processi di vendita in esclusiva o prossimi all'esecuzione (dato eccezionale per l'Italia), oltre a nuovi asset alberghieri che ci attendiamo vadano nel mercato nel prossimo trimestre e rogitabili entro l'anno. Con molta probabilità quindi l'anno appena iniziato riuscirà nell'ardua impresa di battere i volumi record registrati nel biennio precedente, trainato dal continuo incremento delle performance alberghiere e dalla significativa pipeline già nel primo trimestre. Stimiamo un volume record di circa 2,0 miliardi di euro di hotel transati nel 2019 in Italia.

L'ingresso di nuovi marchi e prodotti alberghieri innalza i livelli di performance del mercato

L'Italia con circa 270 mila pernottamenti alberghieri l'anno, 33 mila hotels e 1,1 milioni di camere alberghiere circa, rappresenta la terza economia europea ed è il quarto mercato turistico del mondo (dopo Stati Uniti, Francia e molto prossimo alla Spagna).

Nel 2017 la domanda alberghiera in Italia ha evidenziato una

PROFILO DEGLI INVESTIMENTI ALBERGHIERI IN ITALIA (2018 VS 2017)



Fonte: CBRE Hotels.

tendenza positiva, registrando rispettivamente +3,9% e +2,8% negli arrivi e nei pernottamenti presso gli hotels del Paese. La crescita della domanda è una diretta conseguenza della ripresa del turismo internazionale che rappresenta il 50% circa delle presenze alberghiere complessive nel Paese, con dei picchi nei principali mercati italiani (Venezia 87%, Firenze 75%, Milano e Roma 70%). Tale trend è proseguito anche nel corso del 2018.

La domanda dall'estero continua a sostenere il settore turistico e gli incrementi maggiori vengono registrati nei mercati primari come Venezia, Firenze, Roma e Milano. Per i *resort* di lusso invece, le mete preferite si confermano Capri, Costa Smeralda, Costiera Amalfitana, Taormina e Portofino.

L'industria alberghiera italiana è ancora frammentata sia riguardo le modalità di gestione che di *brand penetration*. *Vacant possession* (la gestione diretta) e contratti di locazione dominano ancora il mercato, mentre contratti di management, sebbene registrati in crescita, rappresentano solamente il 2% circa dei contratti esistenti e interessano principalmente alberghi di fascia alta in *location* primarie.

L'assegnazione delle stelle agli hotel non sempre riflette lo standard reale, che in genere viene rappresentato più accuratamente attraverso la classificazione internazionale. Tale classificazione identifica le categorie del *luxury*, *upper upscale*, *upscale*, *midscale* ed *economy*, che si basano principalmente sui servizi offerti dalla struttura. Solo il 10% delle stanze in Italia appartiene a catene alberghiere. La percentuale appare inferiore rispetto ad altri mercati

alberghieri europei, come Regno Unito (45%), Spagna (40%), Francia (40%) e Germania (25%).

In termini di performance tutti i principali mercati nazionali (primari e secondari) hanno registrato un incremento, ad eccezione di Venezia che ha registrato un calo del 9,7% rispetto al 2017. Tale calo è condizionato dall'effetto Biennale d'Arte che si tiene a Venezia ogni anno dispari e che attrae in città oltre 600 mila visitatori aggiuntivi nei 6 mesi di evento. Al netto dell'effetto Biennale (+ 10% circa di RevPAR) la performance di Venezia sarebbe prossima a quella registrata nel 2016. Evidenziamo che negli ultimi 5 anni tutti i mercati alberghieri del Paese sono in ripresa e in particolare alcuni mercati secondari sono cresciuti a ritmi medi annui sostenuti rispetto al periodo pre-crisi del 2007 (Catania, Bologna, Torino, Napoli). La crescita dei mercati primari è stata in media del +2-3% l'anno dal 2007. Tale indicatore evidenzia la buona salute complessiva del mercato alberghiero italiano e dà spazio a nuovi mercati (secondari) dove investire oltre alle tradizionali destinazioni turistiche del Paese, dove la competizione è ormai elevata e i rendimenti sono compressi per la scarsa offerta di opportunità che sostiene valori immobiliari elevati. Nei principali mercati del Paese vi è un'importante riqualificazione del patrimonio alberghiero grazie all'ingresso di nuovi marchi e nuovi prodotti alberghieri che attraggono nuovi segmenti ad elevata capacità di spesa. Molte nuove aperture sono annunciate per il 2019 quali ad esempio: il Mandarin Oriental Lago di Como (il secondo hotel del gruppo in Italia), il W di Roma (prima apertura W nel Paese), il *rebranding* verso

PERFORMANCE ALBERGHIERE PRINCIPALI MERCATI ITALIANI, 2018

2018	OCCUPANCY (%)	ADR (€)	REVPAR (€)	CHANGE RevPAR (18-17)	CAGR RevPAR (last 5-y)	CAGR RevPAR (18-07)
PRIME MARKETS						
Venice	72%	222	159	-10%	2%	4%
Roma	72%	178	127	6%	4%	1%
Firenze	73%	141	102	0%	5%	3%
Milano	69%	148	102	4%	4%	3%
SECONDARY MARKETS						
Naples	76%	89	67	0%	9%	5%
Catania	75%	86	65	0%	5%	12%
Genoa	68%	93	63	3%	6%	-2%
Bologna	66%	93	62	8%	8%	5%
Bergamo	82%	76	62	10%	6%	-2%
Turin	66%	93	62	5%	3%	5%
Verona	73%	65	48	5%	10%	1%

Fonte: Associazione italiana confindustria alberghi - STR global 2019.

l'alto dell'hotel Europa Regina di Venezia che diventerà St. Regis, l'Innside by Melia e Portrait Lungarno Collection del Gruppo Ferragamo a Milano, il *rebranding* ad Hyatt Centric degli hotel Lagare di Milano e di Venezia Murano.

Gli investimenti alberghieri a reddito - il segmento core

Il mercato alberghiero italiano si caratterizza per una marcata presenza di strutture alberghiere gestite direttamente dalle proprietà (tipicamente famiglie locali; queste strutture rappresentano circa il 75% degli hotel in Italia), hotel in locazione a gruppi locali, nazionali e internazionali (23% circa del patrimonio alberghiero nazionale) e una parte marginale tramite contratti di management (HMA) con catene internazionali del segmento alto e lusso (2% circa). Mentre il modello della gestione diretta e quello dell'HMA presuppongono una proprietà specializzata nel settore alberghiero, nel caso di alberghi in locazione o affitto, l'investimento alberghiero assume le caratteristiche di un investimento immobiliare core il cui ritorno finanziario è garantito dal canone di locazione o affitto sottostante.

Registriamo nell'ultimo biennio un crescente interesse verso tale tipologia di investimento nel settore alberghiero, cosiddetto "a reddito" (generato dal canone e da questo, appunto, garantito). Infatti, la buona performance dei principali mercati alberghieri nazionali fa sì che il rischio gestionale sia contenuto e il canone sostenibile, comprimendo l'aspettativa di ritorno dell'investimento (*yield*), che riflette il minor rischio, parimenti ad altre asset class (come sta avvenendo anche nel settore uffici). In tal senso, tutti i principali investitori istituzionali europei stanno approcciando il mercato alberghiero italiano per investimenti a reddito. La quota per tali investimenti risulta in crescita rispetto al totale transato nel settore alberghiero nel 2018, rappresentando il 35% di investimenti a fine anno (investitori istituzionali e *core*). Tale interesse e tendenza

è attesa anche nel breve periodo (2019 e anni a seguire), guidata dai seguenti fenomeni in corso:

- nuovi operatori alberghieri internazionali in grado di stipulare contratti di locazione per la gestione, rendendo istituzionale il prodotto alberghiero (tra questi Radisson Hotels, 25Hours, CitizenM);
- fenomeni di *Sale&Leaseback* da parte di gruppi alberghieri nazionali e locali al fine di riqualificare il patrimonio immobiliare;
- cambi generazionali all'interno di gruppi familiari locali che facilitano processi di dismissione degli hotels e relativa valorizzazione gestionale tramite locazione.

Tra le principali transazioni alberghiere del 2018 con investitori istituzionali *core* e per prodotti alberghieri a reddito, evidenziamo le seguenti:

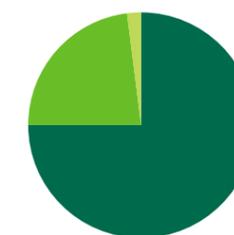
- Portafoglio Hotels composto da Radisson Blu Milano e Novotel Malpensa comprato da Swiss Life Real Estate;
- Meininger Hotel Roma, comprato da AXA REIM;
- Portafoglio Hotels composto da Lagare Hotel Milano e Lagare Hotel Murano (VE), comprato da Sächsische Ärzteversorgung Fund (cassa dei medici tedeschi della Sassonia);
- Royal Carlton Bologna, comprato da Cattolica;

I requisiti fondamentali per l'esecuzione di transazioni con investitori *core* sono:

- la presenza di operatori di rilevanza internazionale e *rating* elevato;
- la sostenibilità del canone (o del minimo garantito);
- la presenza di hotels operanti o appena costruiti (che necessitano di eventuali *capex* di ristrutturazione, ma nessun rischio urbanistico e di sviluppo).

In tale contesto i livelli di rendimento netto attesi dagli investitori *core* possono essere anche inferiori al 5.0%, per posizioni primarie, e sono previsti in calo nel 2019, anche in funzione di una limitata offerta per queste tipologie di investimento.

MODELLI GESTIONALI ALBERGHIERI PREVALENTI IN ITALIA



■ Gestione diretta ■ Affitto / Locazione ■ HMA

Fonte: CBRE Hotels.



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

Dopo un trend di costante crescita e consolidamento durato oltre 5 anni, il mercato italiano legato ai crediti deteriorati è in una fase di piena maturità, con un panel più che mai ampio di investitori attualmente attivi nel mercato *Non Performing Loans* (NPL) e *Unlikely To Pay* (UTP). Accanto ai fondi statunitensi e agli specialisti presenti sin dal 2014-2015 e al successivo arrivo di nuovi *player*, prima attivi solo nel resto d'Europa, gli ultimi 12 mesi hanno visto anche l'arrivo e il consolidamento di grandi gruppi industriali operanti nel mercato internazionale del credito deteriorato e la nascita di nuove realtà. In questo momento è possibile identificare oltre 50-60 investitori istituzionali, provenienti da tutto il mondo, concretamente focalizzati e interessati al mercato italiano di NPL e UTP.

Nel 2018 si sono registrate transazioni per una cifra record oltre i €100 miliardi, considerando i *jumbo-deal* delle banche venete, i cui contratti di cessione sono stati sottoscritti con SGA in aprile, di BMPS e la parte banking di Project ACE, i cui *loan* sono stati trasferiti il 28 dicembre al veicolo di cartolarizzazione in attesa dell'acquisto delle *notes* da parte di Elliott/Fonspa. I dodici mesi appena trascorsi hanno quindi confermato le aspettative di fine 2017, che anticipavano un altro anno consecutivo segnato da volumi in crescita. Tra le maggiori operazioni si sono segnalate quelle di Intesa Sanpaolo, con

€10.8 miliardi coinvolti nella joint venture con Intrum, e di BancoBPM che, prima di Project ACE, aveva già dismesso oltre €5 miliardi di crediti in sofferenza. In tutto, sono stati circa 15 i gruppi bancari che hanno ceduto oltre un miliardo di NPE durante l'anno. Tra i *buyers*, Intrum e Banca IFIS sono stati preceduti (in termini di *Gross Book Value*) solo da Quaestio e SGA, mentre le acquisizioni dirette di portafogli *secured* sono state dominate da Bain Capital Credit, con oltre €1.5 miliardi di acquisizioni e un grande focus sul segmento UTP, seguito poi da PIMCO, Fortress e Credito Fondiario (escludendo Project ACE). Va poi segnalato che nel solo 2018 oltre €19 miliardi (da aggiungersi al pacchetto di BMPS) sono stati trasferiti a veicoli di cartolarizzazione per l'ottenimento della Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS).

Per il 2019 è possibile prevedere un consolidamento del volume di transazioni intorno a cifre ancora importanti, ma che difficilmente supereranno i livelli raggiunti negli ultimi 12 mesi, anche considerando l'erosione dello *stock* di NPL (attualmente €130 miliardi) e UTP (€86 miliardi) in pancia al sistema bancario italiano. La *pipeline*, comunque, vede attualmente circa €10 miliardi di transazioni in fase avanzata o già annunciate per il prossimo anno. Esistono poi fattori che potranno potenzialmente dare altro slancio a nuove cessioni



1. STABILIZZAZIONE DEI VOLUMI

Dopo anni di costante crescita, anche il 2018 ha segnato un nuovo record in termini di totale transato. Il 2019 potrebbe essere un anno di assestamento su volumi comunque importanti, ma potenzialmente inferiori agli ultimi 12 mesi. Non vanno però sottovalutati i possibili impatti di alcune novità normative e l'evoluzione dei contesti macro-economici.



2. BANCHE E M&A

Il triennio passato è stato caratterizzato da molti piani strategici volti a ripristinare posizioni solite per diversi gruppi bancari che potrebbero ora dare luogo a potenziali nuove fusioni. BPER, Unipol Banca, Creval e UBI Banca, insieme alle più delicate Carige e BMPS, potrebbero rientrare tra le possibili candidate ad operazioni di M&A.



3. GACS | GARANZIA SULLA CARTOLARIZZAZIONE DELLE SOFFERENZE

Dopo un primo biennio con utilizzo limitato, negli ultimi 12 mesi le operazioni imposte sull'ottenimento della garanzia pubblica sono aumentate esponenzialmente. Il decreto, già rinnovato fino a marzo 2019 e che nel 2018 ha coinvolto il trasferimento oltre €19 miliardi di NPL, è oggetto di discussione per un'eventuale nuova estensione e un potenziale allargamento a UTP e Leasing.



4. SECONDARY TRADING

Il ciclo attuale è stato finora impostato sullo sviluppo di un mercato primario per la cessione delle sofferenze bancarie. Nuove opportunità potrebbero ora provenire da una seria crescita del numero di deal effettuati sul mercato secondario, segmento a cui molti operatori stanno iniziando a rivolgere la loro attenzione.



5. PERFORMANCES

Nel 2019, parte delle operazioni chiuse tra il 2014 e il 2016 si troveranno oltre la metà dei business plan redatti in acquisizione. Gli andamenti delle performance e gli eventuali scostamenti dagli *underwriting* potranno dare le prime importanti indicazioni sui prezzi espressi dal mercato durante le sue fasi di crescita e sulla qualità delle operazioni chiuse, con potenziali nuovi input per il settore.

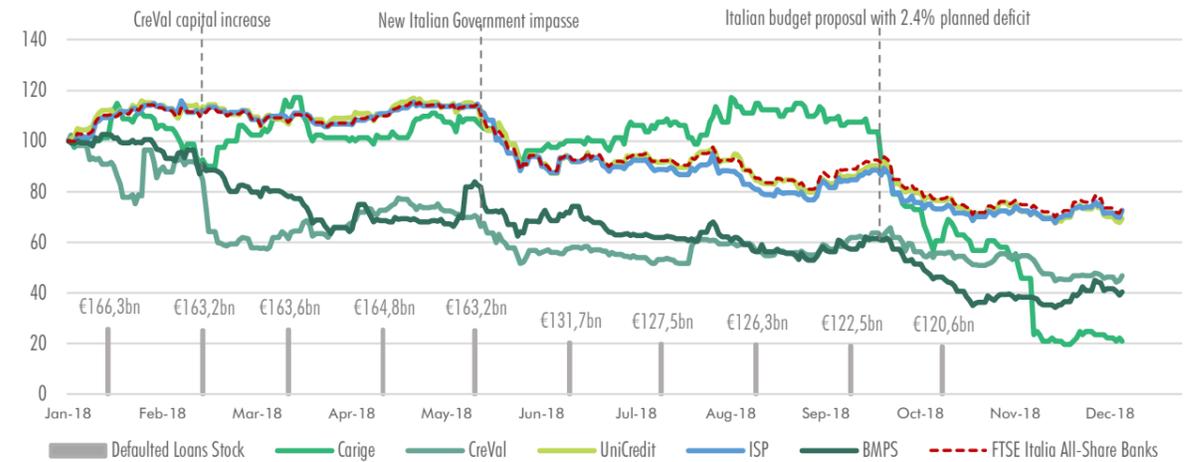
non ancora preventivate: il primo può essere una rinnovata pressione verso gli indici patrimoniali delle banche italiane dopo che, dal secondo trimestre 2018, si è assistito ad un progressivo deterioramento delle capitalizzazioni di tutti i maggiori gruppi, con un ritorno della volatilità e con l'indice FTSE Italian Banks in flessione di oltre il 25% da inizio anno (-35% dai massimi di aprile), il tutto comunque in uno scenario con migliori ratio di copertura sulle sofferenze rispetto al passato (il grafico 1 rapporto l'andamento di un *sample* di banche italiane e la contestuale diminuzione dello *stock* di sofferenze). Un secondo elemento potrebbe poi essere legato alle evoluzioni della normativa: alcuni articoli del cosiddetto "pacchetto bancario", approvato dall'Ecofin lo scorso dicembre, potranno determinare, per gli istituti di credito, un minore impatto delle cessioni massive di NPL (oltre il 20% dello *stock*), facilitando nuove operazioni di *deleveraging*. In questo contesto potrà poi inserirsi l'eventuale estensione del decreto GACS, attualmente in scadenza a marzo 2019, nell'ambito del quale si sta anche discutendo sulla fattibilità concreta di possibili allargamenti a cartolarizzazioni di *leasing* e UTP.

Le sfide da affrontare e le potenzialità ancora da esprimere in questa fase di mercato, consolidata e matura, potranno essere legate anche allo sviluppo di nuovi canali di *sourcing*: per soddisfare la richiesta di prodotto, alcuni investitori hanno già focalizzato la loro attività anche su banche minori e più locali ed è poi possibile aspettarsi una crescita delle operazioni sul mercato secondario, anche per il comparto *secured*. Un altro target potrà poi essere rappresentato da potenziali operazioni di vera e propria ristrutturazione aziendale o acquisizioni di gruppi in liquidazione, processi in cui l'acquisto del credito può diventare leva (o il risultato) di un quadro più ampio. Resterà forte poi l'interesse verso le esposizioni classificate come *Unlikely to Pay*, sia per transazioni in portafoglio che, soprattutto, come *single-name*. Grande attenzione verrà poi rivolta ai risultati portati dalla gestione dei pacchetti transati all'inizio del ciclo attuale (2014-2016), che ormai avranno potenzialmente superato la parte iniziale del business plan, in cui si concentrano spesso buona parte dei recuperi stimati in fase di acquisizione, con molte operazioni che tendono anche a over-performare i piani.

Dall'attività di management e dalle strategie adottate sulle esposizioni già transate dipenderà poi anche la possibilità che

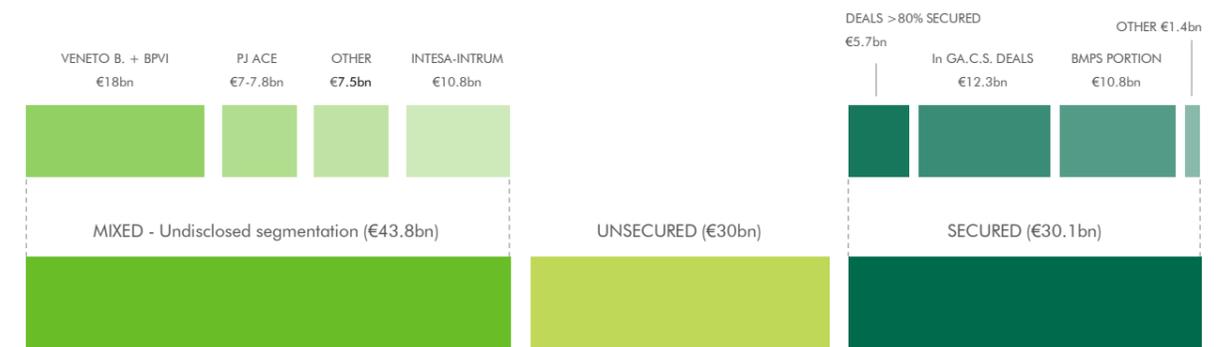
si crei ulteriore prodotto diretto agli investimenti *real estate*: come evidenziato nel grafico 2, circa €30 miliardi *Gross Book Value* di transazioni hanno riguardato crediti garantiti. Nel corso del 2018 si è assistito a diverse transazioni di asset immobiliari ceduti in un contesto di *workout* del credito (nei casi migliori, anche con recuperi di parte dell'*equity*) e acquistati da investitori istituzionali.

GRAFICO 1 - CAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE ITALIANE E STOCK NPL 2018



Fonte: Elaborazioni CBRE su dati Banca d'Italia e Thomson Reuters Eikon (Rebased index: closing prices 1st Jan 2018 = 100).

GRAFICO 2 - TRANSAZIONI 2018: SEGMENTAZIONE PER TIPO DI ESPOSIZIONE



Fonte: CBRE Italia.

CONTATTI

Per maggiori informazioni su questo report, contatta:

Giulia Ghiani <i>Head of Research</i> giulia.ghiani@cbre.com	Renato Loffredo <i>Senior Research Analyst</i> renato.loffredo@cbre.com	Valentina Pinzi <i>GIS Analyst</i> valentina.pinzi@cbre.com
---	--	--

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

Alexandre Astier <i>MD Capital Market</i> alexandre.astier@cbre.com	Davide Cattarin <i>MD VAS Italy</i> davide.cattarin@cbre.com	Gaetano Lamacchia <i>Retail Director</i> gaetano.lamacchia@cbre.com	Federica Saccani <i>Head of Building Consultancy & Sustainability</i> federica.saccani@cbre.com
Camilla Bastoni <i>COO GWS, Head of Strategic Consulting</i> camilla.bastoni@cbre.com	Alberto Cominelli <i>Head of Project Management</i> alberto.cominelli@cbre.com	Stefano Mellace <i>Head of Client Solutions</i> stefano.mellace@cbre.com	Andrea Carlo Sala <i>Head of Office Investment Properties</i> andreacarlo.sala@cbre.com
Francesco Calia <i>Head of Hotels Italy</i> francesco.calia@cbre.com	Matt Cook <i>Head of GWS Italy and SEMED</i> matt.cook@cbre	Martina Muelhoefer <i>Head of Capital Advisors</i> martina.muelhoefer@cbre.com	Marcello Zanfi <i>Head of Advisory & Transaction Services High Street</i> marcello.zanfi@cbre.com
Andrea Calzavacca <i>Head of Loan Advisory Capital Advisors, Italy</i> andrea.calzavacca@cbre.com	Massimiliano Eusepi <i>Head of Advisory & Transaction Services Office - Rome</i> massimiliano.eusepi@cbre.com	Roberto Piterà <i>Head of Industrial & Logistics</i> roberto.pitera@cbre.com	
Stefania Campagna <i>Head of Advisory & Transaction Services Office - Milan</i> stefania.campagna@cbre.com	Silvia Gandellini <i>Head of Retail Investment Properties</i> silvia.gandellini@cbre.com	Franco Rinaldi <i>Head of Asset Services</i> franco.rinaldi@cbre.com	

This report was prepared by CBRE's Italy Research Team, which forms part of CBRE Research, a network of pre-eminent researchers who collaborate to provide real estate market research and econometric forecasting to real estate investors and occupiers around the globe.

All materials presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright and proprietary to CBRE. Information contained herein, including projections, has been obtained from materials and sources believed to be reliable at the date of publication. While we do not doubt its accuracy, we have not verified it and make no guarantee, warranty or representation about it. Readers are responsible for independently assessing the relevance, accuracy, completeness and currency of the information of this publication. This report is presented for information purposes only exclusively for CBRE clients and professionals, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or buy or subscribe for securities or other financial instruments. All rights to the material are reserved and none of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party without prior express written permission of CBRE. Any unauthorized publication or redistribution of CBRE research reports is prohibited. CBRE will not be liable for any loss, damage, cost or expense incurred or arising by reason of any person using or relying on information in this publication. To learn more about CBRE Research, or to access additional research reports, please visit the Global Research Gateway at www.cbre.com/research or our blog at <http://aboutrealestate.cbre.com>

CBRE