

# Outlook Real Estate

## Cinque temi per il 2022

### Introduzione

La pandemia ha contribuito a ricordarci che la digitalizzazione dell'economia rappresenta un'opportunità, ma anche una sfida per il real estate tradizionale. Gli acquisti online hanno subito un'accelerazione e alcuni servizi che prima venivano erogati in presenza, quali l'assistenza sanitaria e l'istruzione, sono passati alla modalità digitale. Ma, proprio come la televisione non ha soppiantato il cinema, nessuno di questi trend renderà il real estate tradizionale superfluo.

Più un'attività è sociale ed esperienziale, meno è probabile che si sposti online. Ristoranti, hotel e luoghi di socializzazione andranno quindi incontro a cambiamenti più lenti e meno profondi di quanto sia avvenuto per lo shopping, che ha una dimensione sociale limitata. Lo stesso vale per gli uffici: il lavoro da casa ha portato a ripensare il modo in cui gli uffici vengono utilizzati e le funzioni socialmente produttive per cui i lavoratori li frequentano. In questo rapporto analizzeremo le differenze a livello globale nel segmento degli uffici, evidenziando i cambiamenti in atto e gli elementi nella scelta della location. Il boom del digitale creerà anche nuove esigenze per quanto riguarda gli spazi fisici. In termini di metratura, la crescita dell'e-commerce ha fatto aumentare la domanda di magazzini, che possono essere utilizzati come negozi virtuali, andando a occupare molta più superficie rispetto a quella persa dal retail tradizionale.

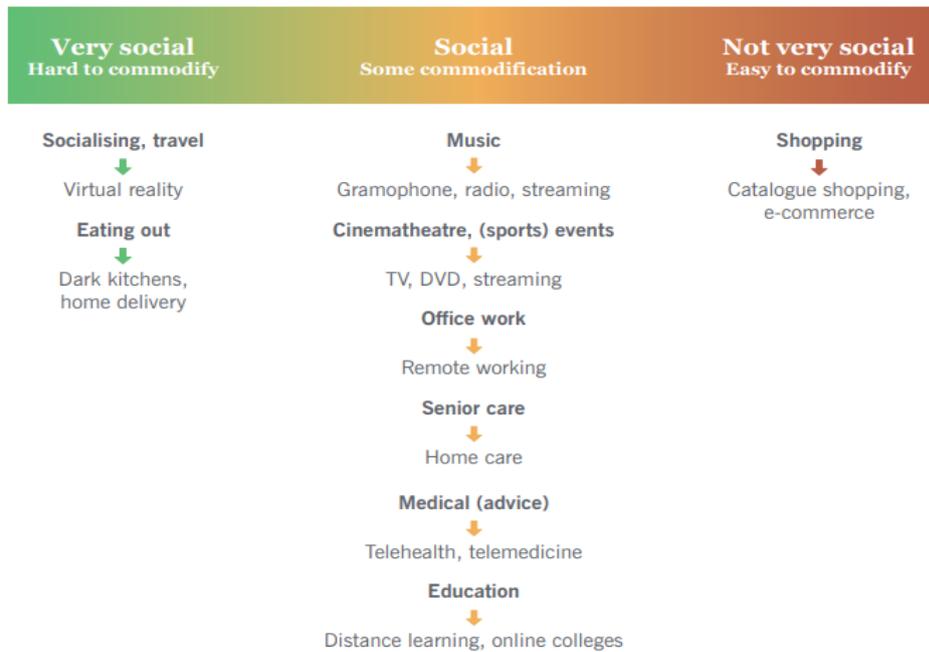
Riteniamo inoltre che i mercati rischino di sovrastimare il divario di rendimento delle diverse tipologie di

immobili e sottovalutare il cambiamento radicale indotto dalla spinta per accelerare la transizione verso le zero emissioni nette di carbonio. Posizione e tipologia immobiliare continueranno ad avere un ruolo importante nel definire le performance del real estate, ma prevediamo che a determinare il maggiore divario tra vincitori e vinti sarà il risultato degli sforzi verso l'azzeramento delle emissioni di carbonio.

È crescente l'impegno a livello normativo e negli investimenti pubblici per raggiungere un'economia a basse emissioni. Le imprese hanno notevolmente aumentato i loro investimenti e le start-up *green* sono in grado di ottenere numerosi consensi. Tutti questi fattori alimentano un super-ciclo che avrà un impatto significativo sul real estate. Gli asset che raccoglieranno la sfida delle basse emissioni e i gestori immobiliari che sapranno affrontarla come un'opportunità di investimento e non come un rischio, saranno molto probabilmente premiati. Al contrario, i proprietari che si lasceranno sfuggire questo cambiamento dovranno fare i conti con basse performance e con immobili inutilizzati.

## **Grafico 1: Cos'altro potremmo fare da casa?**

Figure 1: What else could we do from home?



Source: Nuveen Real Estate, 2021.

Fonte: Nuveen Real Estate, 2021.

## 1. Un altro anno con le note incognite

I trend analizzati saranno rilevanti per tutto il 2022 e finiranno con lo svilupparsi su un orizzonte temporale più lungo, tuttavia non possiamo sottovalutare l'importanza del contesto macroeconomico attuale.

A due anni dall'inizio della pandemia, le prospettive economiche globali sono meno confuse, ma forse non più rassicuranti. L'aumento delle adesioni alle vaccinazioni in molte economie sviluppate ha dato slancio all'attività economica e molti paesi stanno imparando a convivere con la pandemia, di conseguenza le restrizioni alla mobilità vengono allentate e i confini progressivamente riaperti. Il turismo a livello internazionale è ancora in difficoltà, mentre i viaggi nazionali negli Stati Uniti, in Europa e Cina sono in ripresa. Stiamo assistendo a una svolta positiva anche per la domanda: la ripresa globale, in precedenza trainata dall'export, è ora spinta dal dinamismo dei consumi, in parte supportato dai programmi di sostegno governativi, dalla domanda inespresa, dall'aumento dei risparmi e da un

temporaneo spostamento del mercato del lavoro. Alcune economie sono più forti ora rispetto alla fase pre-pandemia.

Tuttavia stanno comparando alcune crepe. Se in precedenza la pressione reflazionistica rifletteva un'unica difficoltà legata alla pandemia, ovvero dovuta alla difficoltà dell'offerta a stare al passo con il ritmo sostenuto della normalizzazione della domanda, il rapporto tra crescita e inflazione ora ha iniziato a divergere. Il rischio di stagflazione è comunque da escludere. Il recente aumento dell'inflazione riflette un intensificarsi delle difficoltà per l'offerta manifatturiera, nuove pressioni sui prezzi dal settore dell'energia e la rigidità del mercato del lavoro. La domanda è stata anche sbilanciata verso il settore dei beni, che ha una capacità limitata, e ciò ha portato a una dinamica non uniforme nei movimenti dei prezzi. La pressione sui prezzi sarà probabilmente transitoria, ed è verosimile che la maggior parte delle banche centrali nel breve termine rimarrà sulle proprie posizioni. L'aspettativa di un aumento dell'inflazione nel medio termine, tuttavia, sta preparando il terreno per una mossa anticipata verso la normalizzazione della politica monetaria. Il mercato obbligazionario sta incorporando queste informazioni e recentemente ha registrato un forte aumento dei rendimenti a lunga scadenza. Anche le divergenze tra le politiche monetarie saranno amplificate: l'approccio più accomodante della Federal Reserve americana, della Banca Centrale del Giappone e della Banca Centrale Europea è in netto contrasto con il rialzo dei tassi nel quarto trimestre 2021 della Reserve Bank della Nuova Zelanda e della Banca Centrale della Repubblica di Corea.

Per gli investitori del real estate, abituati globalmente a rendimenti più bassi spalmati su periodi più lunghi, si prospetta un futuro di maggiori incertezze. Il flusso di hot money non andrà a scemare improvvisamente – dato il contesto di tassi ancora storicamente e ciclicamente bassi – ma è più probabile una maggiore volatilità per il flusso di capitali. Se si aggiungono i rischi relativi a un ciclo dei prezzi del real estate già prolungato, è opportuno che gli investitori siano ben

posizionati per la resilienza e rispetto a venti strutturali favorevoli che possano mitigare la volatilità del mercato.

## Grafico 2: *Taper tantrum?*

Figure 2: Still supportive financial conditions



## 2. Spazi di lavoro, le principali tendenze per il settore Uffici

La pandemia è stata un game changer da diversi punti di vista e ha contribuito ad accelerare ulteriormente i trend già in atto, relativi a come e dove lavoriamo, facciamo acquisti e viviamo. Questi cambiamenti hanno notevoli conseguenze per gli investimenti immobiliari, in particolar modo per l'affermarsi di un modello di lavoro ibrido, che porta a rivedere dimensioni ed organizzazione degli spazi degli uffici. Ma la situazione nelle città è tutt'altro che uniforme e le opportunità sui mercati immobiliari variano ampiamente a seconda della regione e all'interno dello stesso paese, in funzione di fattori culturali, geografici ed economici.

Ci sono due potenziali effetti da prendere in considerazione: la migrazione tra nazioni e città e la migrazione all'interno delle città. Considerati come un paese singolo, si prevede che gli Stati Uniti vivranno la migrazione più forte da città a città. Le città meno costose del Sun Belt e del Mountain West continuano ad attrarre una quota di popolazione maggiore rispetto alle città costiere più costose, un trend che la pandemia ha contribuito ad accelerare (vedi fig. 3). Il grande afflusso di talenti in queste città, porterà i datori di lavoro a cercare di trasferire lì le loro attività, approfittando di costi più contenuti, e creeranno ulteriori opportunità, che a loro volta intensificando ulteriormente il flusso

migratorio. In Europa e nell'Asia-Pacifico, le barriere linguistiche e la difficoltà per ottenere i permessi di lavoro ostacolano la migrazione tra i diversi paesi, e, nonostante la maggiore flessibilità garantita da un modello di lavoro ibrido, il prevalere di centri di attività nazionali limita la migrazione tra le città. Ma questa situazione non è uniforme in tutta Europa. Ad esempio, Londra e Parigi hanno tendenzialmente una posizione privilegiata rispetto alle città minori per quanto riguarda le opportunità che sono in grado di offrire ai talenti più ambiziosi, mentre un modello più decentralizzato come quello della Germania suggerisce che fattori legati alla qualità della vita potrebbero avere un'influenza maggiore sui flussi migratori. Nell'Asia Pacifico, le seconde città più grandi del Giappone e della Corea del Sud rappresentano rispettivamente solo il 15% e il 5% delle economie nazionali e della popolazione. L'adozione più estensiva di modelli di lavoro ibrido può quindi ampliare il divario tra le opportunità offerte dai mercati principali e quelli secondari.

Le differenze regionali sono meno evidenti se si prendono in considerazione gli spostamenti demografici dai centri cittadini verso le periferie e verso le città satellite che circondano i mercati più importanti. In ogni caso, il lavoro ibrido dovrebbe far diminuire il numero di spostamenti giornalieri verso il centro città. Le località più appetibili in grado di offrire un sistema di trasporti con metropolitana e reti ferroviarie saranno quindi in netto vantaggio. Non dovremmo tuttavia aspettarci un forte impatto in termini di distribuzione degli spazi per la domanda di uffici, anche se è probabile che nei Central Business District la domanda si concentri verso spazi con tagli di dimensioni inferiori.

### **Grafico 3: Previsioni di crescita della popolazione statunitense**

Figure 3: U.S. Sun Belt and West expected to see the largest growth in population



### 3. La fine della disparità di performance tra le asset class immobiliari

Negli ultimi due anni, il principale fattore di differenziazione della performance degli investimenti è stato relativo ai diversi settori. Gli asset logistici hanno fortemente sovraperformato in Asia-Pacifico, Europa e Nord America, mentre gli asset retail hanno sottoperformato in modo uniforme, in particolare negli Stati Uniti e in Europa. Questa situazione è in netto contrasto con quello che si è verificato dopo la crisi finanziaria globale (GFC), quando lo spread dei rendimenti era soprattutto per linee geografiche e qualità degli immobili.

Alcuni settori si sono rivalutati in linea con il potenziale atteso nel medio termine e per questo riteniamo che nel 2022 il forte divario tra tipologie immobiliari non si ripresenterà. I tassi di capitalizzazione più bassi di logistica e residenziale riflettono venti strutturali favorevoli, mentre i venti contrari per il settore retail sono stati ormai ampiamente scontati. Di conseguenza, è probabile che gli spread dei rendimenti per tipologia di proprietà nel 2022 vadano a convergere. Battere il mercato semplicemente dando maggiore peso al settore con i venti più forti a favore dei locatari è una strategia che, a nostro avviso, ha superato il suo momento positivo.

Il focus sulla qualità della posizione geografica è stato dominante dopo la GFC, ma riteniamo che il tema settoriale sia a rischio di overshooting. Nel settore logistico, ad esempio, i premi di rischio per la qualità dell'ubicazione e degli asset sono andati in gran parte

persi, mentre c'è stata una svalutazione generalizzata degli asset retail, con una differenziazione ridotta tra sotto-settori e per caratteristiche degli asset. I cambiamenti strutturali nei settori principali hanno dato una spinta significativa al segmento “Alternativi” nel 2020 e nel 2021. Si inseriscono nello zeitgeist settoriale (grafico 4) poiché la maggior parte è sostenuta dai trend secolari sottostanti, in particolare dalla rapida espansione dell'economia digitale, a supporto dei data center. I settori alternativi che si muovono in base alle aspettative dei macro-temi futuri potrebbero avere premi di rischio strutturalmente bassi in mercati relativamente immaturi e anche per gli asset relativamente illiquidi con strutture complesse.

Figure 4: Capturing the zeitgeist?



### Grafico 4: Catturare lo zeitgeist?

Fonte: Nuveen Real Estate, 2021.

#### 4. Preparatevi a essere sorpresi

Più che aspettarsi l'inaspettato, vediamo trend già previsti sorprenderci per la velocità e l'impatto che stanno avendo sul settore real estate.

Ad esempio, ci si aspettava che la pandemia avrebbe creato disoccupazione, ma i cambiamenti nel mercato del lavoro hanno riservato delle sorprese. Oltre all'atteso aumento della disoccupazione strutturale e ciclica, è aumentato anche il numero di persone che scelgono di cambiare lavoro, fenomeno indicato come la “Great Resignation”, che potrebbe rivelarsi come uno spostamento permanente di potere verso la forza lavoro, che sta chiedendo di più ai datori di lavoro. Le aziende si concentrano sull'attrarre i migliori talenti, mentre i

proprietari di spazi commerciali possono posizionarsi come partner dei tenant offrendo luoghi di lavoro unici e stimolanti, in grado di offrire qualcosa che i dipendenti non possono avere a casa o in altri posti. I proprietari che si mostrano capaci di fare progressi rispetto ai temi che stanno a cuore ai dipendenti dei loro locatari, quali sostenibilità, salute e benessere, promozione e inclusione delle diversità, sapranno connettersi con chi utilizza gli spazi per creare un ambiente accogliente e stimolante.

Nel 2021, una serie di violenti eventi meteorologici, dalle inondazioni in Germania alle ondate di calore record in Canada e alle tempeste di polvere in Cina, ha dimostrato che l'impatto del cambiamento climatico è arrivato molto prima di quanto molti esperti si aspettassero. Questo farà sì che il tema del cambiamento climatico abbia una posizione di maggior rilievo nelle agende politiche e di business nel 2022. Come si è visto alla COP 26, i paesi e le imprese stanno intensificando gli sforzi per contenere l'aumento della temperatura globale e per adattarsi alla difficile realtà del cambiamento climatico. Il costo umano e monetario dell'inazione precedente è ormai evidente, e ha avuto un impatto enorme sulle popolazioni dei paesi più poveri dell'Asia meridionale, dell'Africa sub-sahariana e dell'America Latina, che saranno sempre più spinte a cercare rifugio negli Stati Uniti e in Europa.

I proprietari di asset sui mercati finanziari hanno aumentato significativamente le aspettative relative all'integrazione dei rischi climatici e di altri fattori ambientali, sociali e di governance (ESG). I regolatori stanno aumentando il controllo sugli asset manager perché diano seguito alle dichiarazioni ESG attraverso comunicazioni formali, nuove politiche e azioni di governance. I manager del real estate, i finanziatori e gli assicuratori dovranno valutare l'impatto delle questioni climatiche e hanno realizzato prima del previsto il rischio legato a un mancato intervento sugli asset.

**Grafico 5: Le maggiori perdite economiche e umane dovute a disastri dal 1970 al 2019**

Figure 5: Greatest economic losses from disasters from 1970 to 2019: Three of the top five occurred in the U.S. within the last five years

	Disaster type	Year	Country	Economic losses (in US\$ billions)
1	Storm (Katrina)	2005	United States	163.61
2	Storm (Harvey)	2017	United States	96.94
3	Storm (Maria)	2017	United States	69.39
4	Storm (Irma)	2017	United States	58.16
5	Storm (Sandy)	2012	United States	54.47
6	Storm (Andrew)	1992	United States	48.27
7	Flood	1998	China	47.02
8	Flood	2011	Thailand	45.46

Fonte: <https://news.un.org/en/story/2021/09/1098662>

## 5. Il mondo di domani si intravede nelle decisioni di investimento di oggi

### Demografia

L'impegno dei proprietari immobiliari verso la comunità locale è stato fondamentale nell'affrontare la pandemia di COVID-19 nel 2020 e nel 2021. La capacità di mantenere questa connessione guiderà la crescita del valore degli investimenti nel 2022. In tutto il mondo, le persone hanno cambiato il modo di fare acquisti, di lavorare, di vivere, di consumare i pasti e molto altro. I proprietari che sapranno mostrarsi attenti ai bisogni della loro comunità, degli inquilini e di chi lavora nel mondo dei servizi avranno probabilmente ritorni maggiori, mentre quelli che non lo faranno potrebbero perdere opportunità di creare valore.

### Tecnologia

Il real estate ha un ruolo centrale nella crescente virtualizzazione del lavoro e del tempo libero. La prossima frontiera è la realtà virtuale, che potrebbe cambiare ancora una volta il modo di vivere l'ufficio, ma potrebbe avere anche un profondo impatto su molte altre attività legate al settore immobiliare, quali la medicina, la didattica o anche la socialità. Inoltre, la pandemia ha accelerato l'adozione del PropTech in tutto il ciclo di vita di un asset,

automatizzando i flussi di lavoro e rendendo le operazioni di costruzione più efficienti. Le strategie PropTech più riuscite determineranno rendimenti operativi netti positivi, in quanto le nuove tecnologie accrescono le opportunità di guadagno e consentono una gestione dei costi più efficace. Chi non saprà tenere il passo con i cambiamenti tecnologici, in particolare il passaggio a fonti di energia rinnovabili, potrebbe avere difficoltà a raggiungere gli obiettivi di rendimento, dal momento che i tenant e gli acquirenti vogliono strutture all'avanguardia.

### **Sostenibilità**

Gli investitori e i gestori del real estate che hanno assunto l'impegno formale di raggiungere gli obiettivi Net Zero Carbon faranno dei passi concreti in questa direzione. Questo fa sì che i dati sulle emissioni di carbonio saranno potenzialmente in grado di far pendere l'ago della bilancia nelle decisioni di investimento e sui mercati. La sottoscrizione degli investimenti comprenderà quello che è richiesto per la transizione di un edificio verso le emissioni zero, portando all'emergere di "green premium" e "brown discount". I proprietari di asset più organizzati, con un business plan per il net zero carbon pronto o già in fase di attuazione godranno di una maggiore stabilità e di rendimenti più elevati, non da ultimo risparmiando sulle tasse sulle emissioni previste in alcuni paesi europei.

**Grafico 6: La maggioranza dei manager del real estate commerciale prevede di mantenere o aumentare gli investimenti PropTech legati all'experience dei locatari**

Figure 6: A majority of commercial real estate executives plan to maintain or increase their tenant experience related to PropTech investments

■ Somewhat increase   ■ Significantly increase  
■ Somewhat decrease   ■ No change

