

KROLL™

# Ieri, Oggi, Domani

Primo semestre 2025



# Ieri, Oggi, Domani

## Primo semestre 2025

### Premessa

Nel primo periodo dell'anno, il PIL italiano è cresciuto moderatamente grazie ai consumi sostenuti da occupazione stabile e salari in aumento. Nel contempo gli investimenti in beni strumentali restano deboli per la bassa capacità produttiva utilizzata e condizioni di credito restrittive. La crescita è stata trainata dai servizi, mentre la manifattura nonostante un quadro moderatamente positivo, è minacciata da dazi e instabilità globale. Nel settore delle costruzioni, gli investimenti legati al PNRR hanno bilanciato la frenata del comparto abitativo dovuta alla fine degli incentivi per la riqualificazione.

Secondo le ultime stime diffuse da ISTAT, “nel primo trimestre 2025 l'economia italiana registra una crescita dello 0,3% in termini congiunturali e dello 0,6% in termini tendenziali. [...] Il risultato fa seguito ai segnali, anch'essi positivi, del quarto trimestre 2024. [...] Questa stima, di cui si sottolinea la natura provvisoria, determina una crescita acquisita nel 2025 dello 0,4%”.

Il Fondo Monetario Internazionale (FMI), nel World Economic Outlook di aprile 2025, ha rivisto al ribasso la crescita del PIL italiano, confermando il +0,4% per l'anno in corso rispetto al +0,8% registrato nell'Outlook di ottobre 2024, ed inferiore a quella prevista dall'ISTAT pari a +0,8%. Per il prossimo biennio, il FMI ha sostanzialmente confermato le previsioni, rispetto alle stime di ottobre 2024, pari allo 0,8% per il 2026 e allo 0,6% per il 2027. L'Italia, insieme alla Germania, continua a mostrare il tasso di crescita economica più basso tra le principali economie dell'area euro.

I conflitti Russo-Ucraino ed in Medio-Oriente, uniti all'incertezza delle strategie commerciali internazionali, continuano a compromettere la stabilità dei mercati globali. Perdurano conseguenze negative su costi energetici e disponibilità di risorse naturali che hanno indotto la Comunità Internazionale a favorire la diversificazione delle fonti di approvvigionamento energetico.

Paese	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Francia	1.1	1.1	0.6	1.0	1.2	1.3	1.2	1.2
Germania	-0.3	-0.2	-0.1	0.9	1.5	1.2	1.0	0.7
Grecia	2.3	2.3	2.0	1.8	1.3	1.5	1.4	1.4
<b>Italia</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
Portogallo	2.6	1.9	2.0	1.7	1.5	1.7	1.7	1.7
Spagna	2.7	3.2	2.5	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
Giappone	1.5	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Regno Unito	0.4	1.1	1.1	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4
Stati Uniti	2.9	2.8	1.8	1.7	2.0	2.1	2.1	2.1
<b>Euro area</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>
<b>Mondo</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.1</b>

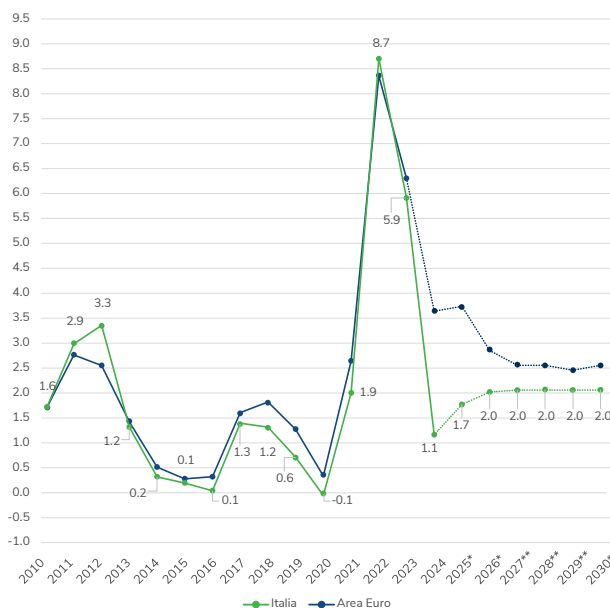
Nel mese di aprile l'inflazione evidenzia un ulteriore aumento, portandosi a +1,7% su base annua, eguagliando il dato rilevato nel mese ottobre 2023.

La crescita del tasso d'inflazione si deve a dinamiche settoriali opposte: da un lato persistono tensioni sui prezzi degli Alimentari e quelli dei Servizi dei trasporti, dall'altro si osservano tendenze deflattive nel comparto energetico. Si registra un aumento del ritmo di crescita dei prezzi del "carrello della spesa".

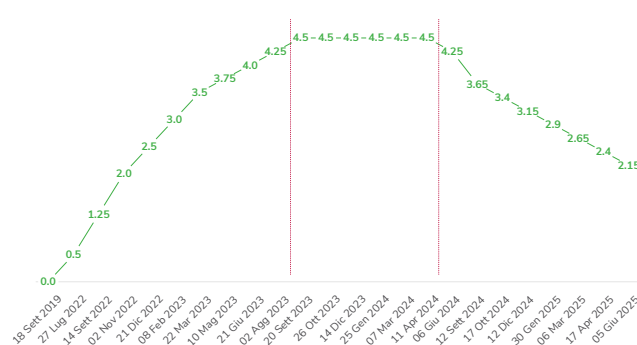
L'inflazione acquisita per il 2025 è pari a +1,4% per l'indice generale, in netto aumento dal 0,6% di aprile 2024.

Il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) ha effettuato ripetute riduzioni dei tassi d'interesse a partire dal mese di giugno 2024, l'ultima comunicata durante la riunione del 5 giugno. In tale data il Consiglio direttivo della BCE ha deliberato la riduzione di ulteriori 25 punti base dei tassi di interesse, con entrata in vigore a partire dal 11 giugno 2025. Il tasso di riferimento sui rifinanziamenti principali passa da 2,40% a 2,15%. È stato inoltre confermato il tasso di inflazione target al 2%.

Si prevedono ulteriori cali dei tassi entro la fine dell'anno; doveroso il monitoraggio delle azioni intraprese dalla BCE, a partire dalla prossima riunione prevista in data 27 luglio 2025.



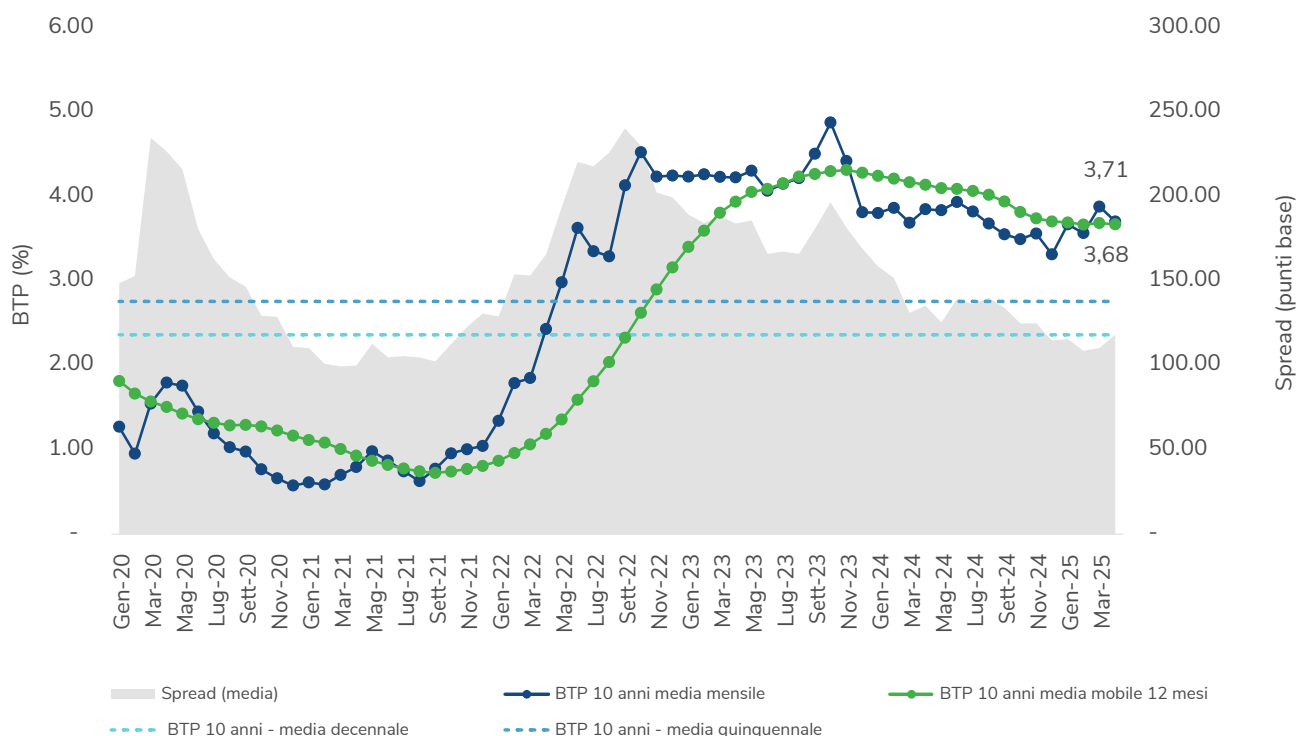
Inflazione, Fonte: Elaborazione su dati Fondo Monetario Internazionale, aprile 2025



Trend aggiornamento Tassi BCE  
Fonte: Elaborazione su dati Banca Centrale Europea



### BTP e SPREAD



Trend aggiornamento Tassi BCE Fonte: Elaborazione su dati Banca Centrale Europea

Per quanto riguarda le prospettive per l'economia italiana, il Rapporto di Previsione di aprile 2025 a cura di Confindustria afferma che: "La spesa delle famiglie residenti in Italia per beni e servizi, tornata ormai dal 2022 sui livelli pre-pandemia, si è stabilizzata nel 2024, con una crescita annua contenuta pari a +0,4% e un'entrata nel 2025 con un'eredità statistica di +0,4%. [...] Nello scenario previsivo del Centro Studi Confindustria, i consumi crescono del +0,8% nel 2025 e del +1,0% nel 2026, sostenuti dal reddito disponibile reale, in moderato ma costante aumento. Il reddito disponibile delle famiglie in termini reali nei primi tre trimestri del 2024 si è attestato su un livello medio molto superiore al 2023 (+2,6% acquisito) grazie a vari fattori: la riduzione dell'inflazione, che al netto delle oscillazioni recenti dovute agli shock energetici, in Italia resta sotto la soglia del +2,0% annuo; l'aumento del numero di occupati; il recupero dei salari pro-capite; il buon contributo di diverse voci di

reddito non da lavoro. La propensione al risparmio ha ripreso a crescere già nell'ultimo trimestre del 2023, per attestarsi su un livello medio di 9,4% nei primi tre trimestri del 2024. La crescita del tasso di risparmio oltre i valori osservati in media nel passato potrebbe riflettere l'alta incertezza nello scenario internazionale ed europeo; ciò potrebbe aver spinto le famiglie (a redditi più alti) a voler ricostituire almeno parte dello stock di risparmio cui si erano abituate durante la pandemia ed eroso dall'inflazione, aggiungendo una componente di tipo "precauzionale". [...]

Dopo la vigorosa crescita in uscita dalla pandemia, da inizio 2024 gli investimenti fissi lordi in Italia hanno registrato una brusca frenata, avanzando di un esiguo +0,5% in media d'anno. Nel biennio previsivo, gli investimenti totali sono attesi stagnare, come risultato di un arretramento quest'anno del -0,8%, che sarà poco più che compensato nel 2026 (+0,9%). Il rallentamento

degli investimenti va letto alla luce degli effetti ritardati della politica monetaria restrittiva, ma anche della crisi dell'industria e delle condizioni di elevata incertezza sulle prospettive economiche a livello internazionale, date le forti tensioni geopolitiche. A questi fattori si è aggiunto l'affievolirsi degli incentivi fiscali, che avevano rappresentato il principale stimolo in grado di sbloccare gli investimenti negli ultimi anni. [...]

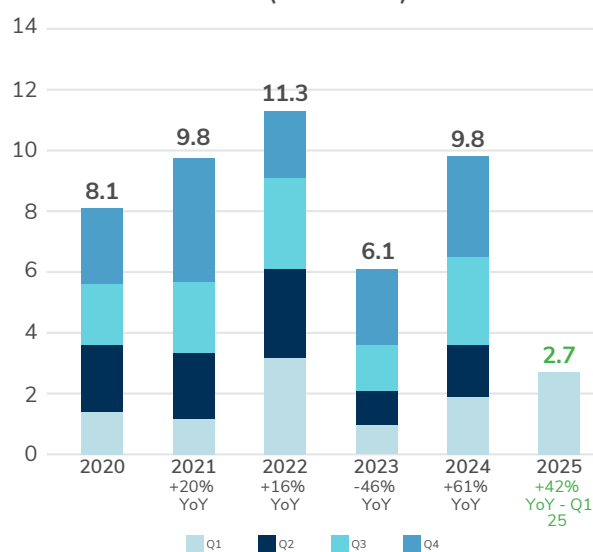
Le condizioni generali per investire stanno migliorando, ma nonostante i ripetuti tagli della BCE, già avvenuti e attesi, si prevede che la politica monetaria tornerà neutrale solo a fine 2025. Ci troviamo ancora in un ambiente di tassi alti, ed è quindi verosimile scontare un effetto "attesa", con una quota di investimenti (da finanziare a credito) rinviati dalle imprese in previsione di futuri tagli nel corso dell'anno. Da fine anno, la realizzazione di investimenti privati posticipati, unitamente alla spinta degli investimenti pubblici, sosterrà la ripresa degli investimenti attesa per il 2026".

Il mercato immobiliare, pur in un contesto macroeconomico e geopolitico che si conferma molto articolato e mutevole, mostra segnali di ripresa. Le prospettive nel breve-medio termine indicano margini di miglioramento per le operazioni di capital market, sostenute dai ripetuti tagli dei tassi di interesse da parte della BCE e dalla ripresa dell'attività da parte degli investitori stranieri. Tuttavia, le tensioni geopolitiche e le sfide legate alle politiche tariffarie degli Stati Uniti potrebbero minare la fiducia degli investitori e influenzare le dinamiche globali. In questo complesso scenario, il settore mantiene prospettive positive, pur richiedendo un'attenta valutazione dei rischi.

## Focus volume investimenti immobiliari in Italia

Nel primo trimestre del 2025 gli investimenti nel commercial real estate italiano hanno totalizzato circa **2,7 miliardi di euro**, segnando un volume in aumento rispetto allo stesso periodo del 2024 (+42% YoY).

2025 -Trend investimenti per trimestre-Mld di Euro (var. % YoY)



Kroll Advisory su varie

In termini di volumi di investimento, il settore Hospitality domina la scena del mercato con circa 650 milioni di euro, pari al 24% del totale investimenti del trimestre, quasi triplicando i risultati del Q1 2024 e mantenendo un focus particolare sul segmento upscale e luxury in alcune delle principali mete turistiche quali Roma, Milano e Capri. Al secondo posto si colloca il settore della Logistica, raddoppiando i volumi del primo trimestre dello scorso anno con un volume di circa 640 milioni di euro di investimenti, con provenienza dei capitali per lo più di matrice straniera, pari poco meno del 24% del mercato complessivo. Queste due asset class, insieme, rappresentano quasi il 50% del totale degli investimenti.

Il comparto degli Uffici ha registrato circa €570 milioni di posizionandosi al terzo posto in termini di volumi di investimenti con il 21% del totale transato, mantenendosi in linea con i risultati dello stesso periodo dell'anno precedente. Per quanto riguarda il settore Retail,

i primi mesi del 2025 si sono chiusi con investimenti di circa €550 milioni, in crescita del 686% rispetto al primo trimestre dello scorso anno, con volumi caratterizzati da due rilevanti transazioni di portafogli nei comparti factory outlet e grocery.

A partire dal secondo semestre del 2024 si è registrato un miglioramento del clima di fiducia degli investitori, favorito dalla normalizzazione della politica monetaria della BCE. La riduzione del costo del capitale e il repricing degli asset hanno rilanciato gli investimenti, sostenuti anche dalle buone performance del mercato occupier. La diminuzione dei tassi d'interesse e la maggiore stabilità dei rendimenti hanno incentivato sia i privati che i grandi investitori, creando le condizioni per un aumento del volume e della dimensione delle transazioni e delineando uno scenario positivo per il futuro. La prospettiva continua ad essere segnata da un elevato grado di tensione ed occorre monitorare l'andamento delle transazioni.

Nella seconda metà del 2025 si attende un proseguimento dell'attività di investimento, con un focus maggiore sui segmenti più influenzati dai macro-trend che dominano il mercato. Tra le asset class maggiormente dinamiche emergono i **data center**, che richiedono in parallelo importanti investimenti in infrastrutture energetiche, il proseguimento della fase espansiva settore dell'**hospitality**, che punta sempre più verso una diversificazione del prodotto per ampliare l'offerta, l'affermarsi di soluzioni alternative nella sfera del **living** con duplice target, giovani, studenti e giovani professionisti, e senior. Si prevede che gli investimenti in **logistica** si manterranno sostenuti nonostante si stia assistendo ad una stabilizzazione del segmento.

## La visione Kroll Advisory sull'evoluzione del mercato immobiliare in Italia

Il 2025 si apre con segnali incoraggianti per il mercato immobiliare italiano, che registra un'accelerazione significativa: gli investimenti nel primo trimestre crescono del 42% rispetto allo stesso periodo del 2024, confermando il trend di ripresa iniziato lo scorso anno e culminato in un totale di 9,8 miliardi di euro (+61% rispetto al 2023).

La fiducia degli operatori è sostenuta da indicatori economici positivi e da un rinnovato interesse degli investitori verso asset sia di qualità che da riposizionare. A rafforzare questo slancio contribuiscono i ripetuti tagli ai tassi d'interesse da parte della BCE – otto dal giugno 2024 – che stanno riducendo il costo del debito e rendendo il mercato più attrattivo, sebbene il pieno ritorno degli investitori internazionali “core” richiederà ancora tempo. Tuttavia, persistono incertezze legate alla situazione geopolitica globale e alle nuove politiche economiche statunitensi, che potrebbero condizionare il sentiment generale.

Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), giunto alla settima tranche, continua a stimolare gli investimenti, destinando una quota significativa delle risorse a settori strategici come la transizione energetica, la mobilità sostenibile, l'istruzione, la ricerca e le tecnologie sanitarie. Particolare attenzione è rivolta all'incremento degli investimenti nei data center, per rispondere alla crescente domanda di gestione del traffico dati nel paese.

Gli investitori istituzionali stanno concentrando la loro attenzione su settori strategici che rispondono alle sfide nazionali, come la transizione energetica e digitale. In particolare, cresce l'interesse per asset class sempre più rilevanti, come Data Center e Infrastrutture. La domanda di servizi cloud e intelligenza artificiale sta spingendo le aziende a cercare nuove soluzioni per la gestione dei dati, portando a un boom degli investimenti nei data center.

Le prospettive per il 2025 restano positive, con un mercato alberghiero sempre più dinamico, alimentato da capitali privati, investitori

istituzionali e dalle politiche di sviluppo delle principali catene alberghiere, sia italiane che estere. Anche il comparto Healthcare sta guadagnando attenzione, grazie all'incremento della domanda di servizi sanitari e all'allungamento della vita media, che ne fanno un settore ad alto potenziale per i prossimi anni, pur rappresentando ancora una quota limitata del mercato.

Il settore Living, in particolare lo student housing, sta vivendo una trasformazione significativa: l'Italia resta tra i Paesi europei con il più basso tasso di offerta di alloggi per studenti, ma si intravedono segnali molto positivi grazie ai numeri deals nelle città di Bologna, Padova e Milano. Si avvicina la scadenza del bando finanziato dal PNRR, lanciato dal MUR, per creare 60.000 nuovi posti letto per studenti entro il 30 giugno 2026, offrendo un contributo economico, di circa 20.000 euro, erogato in un'unica soluzione. Anche il residenziale mostra buone prospettive, sostenuto dalle politiche monetarie espansive della BCE che migliorano l'accesso al credito per le famiglie.

Per l'asset class Logistica, le prospettive per il 2025 appaiono positive per il consolidamento della crescita e dell'attrattività del segmento.

Nel settore retail, gli investitori continuano a privilegiare i centri commerciali fuori città, mentre nel segmento High Street cresce l'attenzione verso asset situati in location esclusive.

Il comparto uffici, infine, ha recuperato centralità: sono sempre più determinanti la location e la qualità degli spazi, per attrarre talenti, e il rispondere ai requisiti di sostenibilità, ormai essenziali nella scelta degli immobili.

L'allentamento delle politiche monetarie e la ripresa dell'attività da parte degli investitori stranieri stanno offrendo segnali incoraggianti per il settore immobiliare, sostenendo nuove opportunità di investimento nel corso dell'anno; tuttavia, le persistenti tensioni geopolitiche e le incertezze legate alle politiche tariffarie degli Stati Uniti potrebbero influenzare la fiducia degli investitori e incidere sulle dinamiche globali, rendendo necessaria un'attenta valutazione dei rischi pur in un contesto che continua a mostrare prospettive positive.



## Residenziale

In Italia il settore del Living continua a dimostrarsi resiliente e dinamico, grazie a solidi fondamenti di mercato, una domanda in espansione e prospettive favorevoli nel lungo termine. L'aumento dell'attenzione verso i criteri ESG e il bisogno di ammodernare il patrimonio immobiliare esistente rappresentano un'opportunità per sviluppare nuove soluzioni abitative che rispecchino i cambiamenti demografici in corso.

Nel Q1 2025 il settore del Living ha registrato circa 190 milioni di euro di investimenti, trainato da operazioni di riqualificazione e riposizionamento a Milano, nonostante le criticità di carattere urbanistico che hanno penalizzato il mercato del capoluogo lombardo. Parallelamente, città come Roma stanno registrando una crescita dell'attività degli investitori, contribuendo a diversificare le opportunità nel mercato immobiliare italiano.

Particolarmente vivace è risultata l'attività nel comparto dello student housing, dove la domanda supera ancora l'offerta, spinta anche dall'aumento delle immatricolazioni nelle principali città



universitarie. Si avvicina inoltre la scadenza del bando PNRR, indetto dal MUR, per la realizzazione di 60.000 posti letto in studentati, con un contributo di circa 20.000 euro a posto letto. Il termine per la conclusione e il collaudo dei lavori è il 30 aprile 2026, con l'obiettivo di mettere a disposizione i posti entro il 30 giugno 2026. Nei primi mesi dell'anno si sono conclusi numerosi deal, tra cui spicca l'acquisizione di uno studentato a Bologna e dello studentato Milan Durando a Milano da parte di Ardian e Rockfield (quest'ultimo per 120 milioni di euro), confermando il forte dinamismo di questo segmento sia nelle principali città (Roma, Milano, Torino, Firenze, Bologna) sia in mercati regionali come Padova, Pisa, Venezia, Ferrara e Napoli; i rendimenti lordi attesi per strutture di fascia alta si collocano tra il 5% e il 5,5%.

Il mercato delle compravendite residenziali ha chiuso il 2024 con risultati positivi: le transazioni nazionali hanno raggiunto quota 719.578, in leggero aumento rispetto al 2023, con un Q4 particolarmente forte (+7,2% rispetto al Q4 2023). A Milano, gli immobili di piccola metratura (inferiore a 85 mq) hanno continuato a dominare il mercato rappresentando quasi il 65% delle vendite, mentre a Roma hanno prevalso i tagli medio-grandi (oltre 85 mq), pari al 49% delle transazioni (fonte Agenzia delle Entrate - OMI).

Secondo un'indagine di CRIF, nel 2024 il mercato dei mutui ha mostrato una ripresa significativa, con una crescita della domanda del 12,1%, grazie al calo dei tassi di interesse, sia per i mutui a tasso fisso che per quelli a tasso variabile. Inoltre, l'importo medio richiesto per i mutui è aumentato leggermente su base annua, attestandosi a 148.305 euro (+2,5%).

Secondo l'Osservatorio Affitti di Nomisma, nel mercato delle locazioni, si osserva un incremento della domanda a fronte di una riduzione dell'offerta - con oltre 4,5 milioni di unità abitative inutilizzate - che ha portato a un aumento dei canoni del 3-4% negli ultimi due anni, con picchi significativi a Bologna (+5,2%) e Milano (+3,2%). In queste città si evidenzia una forte dinamica del mercato locativo, con il 25% delle abitazioni a Milano e il 30% a Bologna destinate all'affitto.



## Uffici

I principali Osservatori di settore registrano una forte crescita dell'andamento del mercato immobiliare istituzionale italiano nel **Q1 2025**, il quale si è chiuso con circa 2.7 miliardi di euro di investimenti (+42% vs Q1 2024). Il comparto Uffici ha totalizzato circa 570 milioni di euro in investimenti nel primo trimestre, posizionandosi al terzo posto per volumi con una quota pari al 21% del totale, in linea con lo stesso periodo dell'anno precedente. Milano ha assorbito circa due terzi di questi volumi, mentre Roma si è attestata all'8%; infatti, quattro delle cinque principali operazioni concluse hanno riguardato il mercato milanese.

L'attività di investimento rimane concentrata nelle città di Milano e Roma, con un assorbimento complessivo per l'intero anno 2024 rispettivamente pari a 370.000 mq (-10% YoY) e 166.000 mq (-32% YoY).

Nel 2024, il mercato degli investimenti a Milano ha registrato un volume di transazioni pari a quasi 786 milioni di euro, con un modesto aumento dell'8% rispetto all'anno precedente. Nel capoluogo lombardo l'attività di mercato continua a essere caratterizzata da una riduzione della dimensione media delle transazioni, con una predominanza di operazioni di piccole e medie dimensioni. Nel corso del 2024, il 60% del volume totale è stato rappresentato da transazioni relative a spazi fino a 3.000 mq, che rappresentano oltre l'80% del numero totale di operazioni. Le aree centrali e ben servite della città, con spazi di qualità e attenzione alla sostenibilità, sono sempre più richieste per l'insediamento di uffici, mentre cresce il divario rispetto alle zone periferiche, meno attrattive. La limitata disponibilità di spazi per uffici continua a esercitare una pressione al rialzo sui canoni di locazione prime nelle aree centrali. Nel CBD, i Prime Rents sono aumentati dell'1% nell'ultimo trimestre, attestandosi ora a 750 €/mq/anno. Sul fronte degli investimenti, le attività di investimento sono polarizzate tra le location top al prezzo fair e quelle secondarie scontate. Nel 4° trimestre il rendimento prime si è mantenuto



stabile al 4,25% nel CBD. La “location” rimarrà anche nel 2025 un fattore chiave della domanda, con la scarsità di spazi nelle aree centrali che spingerà al rialzo i canoni di locazione. Questa dinamica sta portando molti inquilini a preferire la permanenza negli spazi attuali ristrutturati, mentre si prevede una crescita del mercato del “sub-lease” legata alla riorganizzazione di molte aziende.

A Roma, il volume complessivo delle transazioni per il 2024 ha raggiunto gli 837 milioni di euro, superando la media degli ultimi dieci anni (750 milioni di euro). Sebbene si osservi un incremento dell'attività per spazi di grandi dimensioni (> 5.000 mq), il mercato continua a essere dominato da transazioni di piccola e media entità: il 70% delle operazioni riguarda superfici inferiori a 1.000 mq. L'interesse dei locatari si concentra prevalentemente nelle aree del CBD e del Greater EUR, che hanno rappresentato il 72% del 2024. Il sentiment generale del mercato mostra segnali di miglioramento, accompagnato da un rinnovato interesse da parte degli investitori istituzionali, in particolare per operazioni di tipo Value Added. Si registra inoltre un crescente coinvolgimento dei developer in progetti di riconversione d'uso verso destinazioni residenziali o ricettive, in linea con l'evoluzione della domanda. La richiesta di spazi di rappresentanza in location prime si mantiene sostenuta, e la scarsità di immobili di alto standing nelle zone centrali sta contribuendo a un aumento dei canoni prime, soprattutto per immobili cielo-terra di elevato appeal, con canoni di locazione stabilmente sopra i 500 €/mq. Rimane critica la percezione di rischio di assorbimento per gli spazi ubicati in location secondarie e per gli spazi di rilevante dimensione destinati al corporate. I rendimenti appaiono stabili, in attesa che la ripresa delle transazioni e la recente politica di contrazione dei tassi di interesse intrapresa dalla BCE possano motivare differenti tendenze. Nel corso del 2025 si prevede un aumento delle attività di riposizionamento di alcuni immobili, favorito dalla costante crescita dei canoni di locazione e dall'interesse degli investitori per gli asset da riqualificare.

Il perdurare del contesto geo-politico significativamente critico, aggiunto anche alla

situazione economico/finanziaria creata dalle politiche di commercio estero del Governo Trump, continua a condizionare i mercati finanziari (e di conseguenza quelli immobiliari) alimentando una situazione di “incertezza” nel breve/medio periodo. Nonostante i quattro tagli dei tassi d'interesse avvenuti nei primi mesi del 2025 da parte della BCE, questi interventi non sono ancora sufficienti per rilanciare rapidamente il settore immobiliare, che avrà bisogno di ulteriore tempo per riprendersi. Tuttavia, possono contribuire a rafforzare la fiducia degli operatori. Un ulteriore taglio dei tassi è atteso prima della fine dell'anno.

La difficoltà ed il costo di accesso al credito rendono di fatto sostenibili quasi esclusivamente operazioni full-equity, quest'ultime rese possibili per il segmento uffici, per esempio, grazie a club deal di investitori. Si osserva un prolungato atteggiamento “wait and see” degli investitori sia italiani che esteri.

Gli investitori continuano a privilegiare i pochi asset “core-trophy” ubicati in location prime presenti sul mercato; al contrario, si registrano segnali evidenti di repricing e una graduale decompressione dei rendimenti nelle aree periferiche o secondarie, specialmente per spazi ufficio di medio-grandi dimensioni che, in alcuni casi, non rispondono più alle esigenze della nuova domanda “ibrida”.

Ancora, sempre maggiore si conferma e si consoliderà l'interesse per le tematiche ESG legate alla transizione energetica degli edifici (certificazioni ambientali, ricorso ad energie rinnovabili, regolamenti e normative volti a ridurre le emissioni in atmosfera di sostanze inquinanti, controllo e riduzione dei consumi energetici, etc) quale elemento caratterizzante della domanda corporate, con riflessi anche sugli aspetti economici e reddituali degli investimenti (valori/canoni/rendimenti).

Tema centrale e attuale continua ad essere quello dei finanziamenti “Green Loans”, ovvero quegli strumenti messi a disposizione dal mondo bancario/finanziario per gli interventi legati alla transizione energetica, la riduzione delle emissioni e il contrasto ai cambiamenti climatici.



## Retail

**Centri Commerciali:** Il settore dei centri commerciali continua a mostrare fondamentali solidi in termini di footfall e fatturato. Secondo i dati del CNCC i footfall cumulati nel 2024 fanno registrare un +1,6% rispetto allo stesso periodo del 2023, anche se rimangono ancora inferiori ai livelli pre-covid. I dati di fatturato segnano un incremento dello 0,7% rispetto al 2023 e al di sopra dei livelli pre covid.

Le vendite riflettono le tendenze in atto da parte dei retailers e, per il primo trimestre 2025 vedono rispetto al 2024 una forte crescita del settore “servizi” (+5,5%) e “cura della persona” (+2,9%), ed un rallentamento del settore “abbigliamento”, “Cultura Tempo Libero e Regali”

e “Beni per la Casa” (-3,3%), mentre l’“elettronica di consumo” diminuisce fino quasi ad azzerare la forte perdita dell’anno precedente (-7% di fatturato); la “ristorazione” si stabilizza ai livelli di variazione del 2024 confermando un lieve rallentamento nelle performance del settore dopo le forti crescite degli anni precedenti.

I centri commerciali stanno rispondendo alle nuove sfide dettate dal cambiamento delle abitudini dei consumatori attraverso interventi straordinari di revisione del merchandising mix e del layout, adeguando i format. Di rilievo anche gli interventi in ambito ESG.

Per quanto attiene i nuovi sviluppi, la pipeline si conferma estremamente limitata, mentre acquistano importanza le iniziative di rigenerazione urbana a componente retail (vedasi il waterfront di Genova e di Livorno) e gli interventi di revamping dei centri commerciali



dove proseguono interventi di resizing delle ancora alimentari a favore dell'inserimento di nuovi brand in medie e grandi strutture.

**High Street:** Il settore delle high-street conferma la sua resilienza e buona salute, nonostante una lieve contrazione delle vendite nel lusso.

L'interesse è confermato dalle nuove aperture e dalla richiesta dei retailers che vogliono entrare nel mercato, guardando non solo alle principali destinazioni - Milano, Roma, Firenze e Venezia - ma anche a destinazioni secondarie e soprattutto turistiche e Leisure, trainate dalla crescita delle presenze, soprattutto straniere. Il closing dell'operazione di Blackstone Property Partners Europe Lower Fund 2 che ha venduto al gruppo del lusso Kering, l'immobile in Via Monte Napoleone 8 a Milano, per un importo di 1,3 miliardi di Euro, ha consentito al segmento retail di risultare la principale asset class nel capital market italiano, con circa il 25%

dell'assorbimento. Anche il primo trimestre 2025, con oltre mezzo miliardo di euro di investimenti, vede il retail tra le principali asset class per volumi di investimento nel mercato italiano.

**Prospettive, rendimenti ed investimenti:** Il mercato degli investimenti parla di una ripresa della raccolta con la decisione di allocare capitale sull'asset class retail. Gli investitori continuano a preferire prodotti dominanti ed out-of-town, in particolare per il segmento dei centri commerciali. Si stima che oggi il repricing sia terminato, dopo un lungo periodo nel quale il settore ha assorbito e reagito positivamente a stress test drammatici come la Pandemia e la fiammata inflattiva. La ripresa dell'interesse da parte degli investitori ha portato ad una stabilizzazione dei rendimenti e ad un rinnovato ottimismo, con una vera ripartenza e l'ingresso di operatori più "core" attesa nella seconda metà del 2025 e nel 2026.





## Hospitality

**Flussi turistici:** Nel 2024, secondo le stime preliminari dell'ISTAT, gli arrivi nelle strutture ricettive italiane sono stati pari a 129,3 milioni, segnando un calo del 3,3% rispetto all'anno precedente. Tuttavia, dietro questa leggera flessione si celano due tendenze opposte, da un lato, gli stranieri confermano il loro interesse per l'Italia come destinazione turistica, con un incremento degli arrivi dello 0,9%; dall'altro, si registra una flessione del 2,2% tra i turisti italiani.

Nonostante la flessione della domanda domestica, l'anno si chiude con un nuovo record di presenze: 458,4 milioni di notti trascorse nelle strutture, con un incremento del 2,5% rispetto al precedente massimo storico del 2023. Le presenze straniere hanno superato i 250 milioni (+6,8% rispetto all'anno precedente), rappresentando il 54,6% del totale. Questo trend positivo consente all'Italia di posizionarsi al secondo posto tra i paesi dell'Unione Europea per numero di presenze turistiche, preceduta soltanto dalla Spagna e superando la Francia.

**KPIs:** Secondo gli indicatori di CoStar-STR, il primo trimestre 2025 registra un aumento di +0,9% nel TOC e un +4% nell'ADR rispetto al Q1 24. Le performance risultano positive in tutte le categorie ricettive: Luxury: TOC al 52% (+4% YoY) e ADR a €492 (stabile YoY), Upscale: ADR in crescita del +2% a €117 e TOC al 61,6% (+1% YoY), Midscale: TOC al 57,1% (+0,7%) e ADR a €85, con un incremento del +3%.

**Focus 5 stelle:** Secondo l'Istituto di Ricerca Demoskopika, nel 2024 il turismo luxury in Italia ha generato una spesa diretta superiore ai 9 miliardi di euro, registrata dagli alberghi a 5 stelle e 5 stelle lusso. Questo segmento ha inciso per il 16,8% sul totale del fatturato alberghiero nazionale, stimato in poco più di 54 miliardi di euro. Considerando anche ristorazione, bevande, trasporti e shopping, il giro d'affari legato al turismo di lusso ha sfiorato i 18 miliardi di euro. Negli ultimi 15 anni, la domanda di fascia alta è cresciuta a un ritmo

doppio rispetto al resto del comparto alberghiero, con quasi 12,8 milioni di pernottamenti e oltre 4,5 milioni di arrivi registrati nel solo 2024. Questi numeri confermano l'appeal sempre maggiore dell'Italia per la clientela alto-spendente, con previsioni di ulteriore crescita nel 2025: si stima un aumento del 2,0% negli arrivi e dell'1,4% nelle presenze.

**Mercato immobiliare:** Nei primi tre mesi del 2025, il segmento hotel ha registrato un volume di investimenti nell'intorno di 650 milioni di euro, rappresentando il 24% del totale dei 2,7 miliardi di euro raccolti dal real estate commerciale italiano. Un risultato che segna quasi il triplo rispetto a quanto registrato nel primo trimestre del 2024. In questo periodo, il mercato ha mostrato un marcato interesse per il segmento upscale e luxury, con un numero significativo di transazioni concentrate in alcune delle principali destinazioni turistiche italiane, in particolare Roma, Capri e Milano.

L'attenzione verso il settore Hospitality resta elevata, sostenuta dalle ottime performance dei principali mercati alberghieri e dall'espansione strategica delle grandi catene alberghiere, sia italiane che internazionali.

**Città secondarie:** Negli ultimi anni, gli operatori dell'hospitality hanno progressivamente ampliato il loro interesse verso destinazioni considerate "secondarie", come Napoli, la Costiera Amalfitana, i laghi del Nord e la Sicilia. Queste aree stanno emergendo come nuovi poli di attrazione turistica, con un chiaro orientamento verso il segmento leisure, destinato a dominare nei prossimi anni.

Secondo l'Osservatorio Nazionale del Turismo, si registrato negli ultimi anni un notevole incremento della spesa turistica, in particolare da parte dei visitatori internazionali, anche in queste aree "secondarie". Il turismo in queste zone contribuisce ogni anno con oltre cinque miliardi di euro al Pil italiano, generando anche un rilevante impatto fiscale, pari a più di 2,3 miliardi di euro in entrate per lo Stato. Inoltre, dal punto di vista occupazionale, il settore coinvolge circa 90mila persone, confermando il ruolo strategico che queste destinazioni stanno assumendo all'interno dell'economia turistica nazionale.

Il turismo si trova oggi in una fase di profonda trasformazione, spinta da trend emergenti che stanno ridefinendo le preferenze dei viaggiatori. A guidare l'evoluzione del settore nei prossimi anni saranno lo sviluppo del turismo esperienziale, la ricerca di esperienze sempre più personalizzate e l'interesse per le cosiddette "dupe destinations", mete alternative più economiche e meno affollate rispetto alle località turistiche tradizionali, il consolidamento di formule di ospitalità ibride — che combinano le caratteristiche degli hotel con quelle delle locazioni brevi — e un nuovo approccio alla sostenibilità, intesa in modo sempre più integrato e trasversale.

**Healthcare:** Il settore healthcare in Italia mostra un potenziale significativo nel panorama degli investimenti nei capital markets. Pur rappresentando attualmente solo il 5% del totale, sta attirando un interesse sempre maggiore da parte degli investitori istituzionali, grazie a prospettive di crescita solide e durature. Per il 2025 si prevede la conclusione di operazioni di rilievo, principalmente legate all'acquisizione di

portafogli nel comparto healthcare, a conferma della crescente attenzione verso questo segmento.

Il potenziale sviluppo è favorito da una domanda elevata caratterizzata dall'invecchiamento della popolazione, con una crescita prevista degli ultraottantenni dal 3,8% nel 2023 al 7,2% nel 2050, e dall'aumento del livello di ricchezza dei senior che favorirà una maggiore spesa sanitaria.

In questo contesto l'offerta appare ancora insufficiente, con investimenti privati che stanno colmando le lacune del settore pubblico. Tra il 2021 e il 2022, in Italia gli investimenti si sono concentrati principalmente su ospedali e case di cura, mentre nel 2023, ultimo dato disponibile, la maggior parte transazioni ha riguardato cliniche e spazi medici.

I rendimenti lordi dell'Healthcare, storicamente più alti rispetto ad altre asset class immobiliari, offrono ritorni più elevati rispetto ad asset più liquidi come gli uffici, nell'intorno del 5,5-6%.





## Logistica

Per tale asset class il mercato a livello italiano ha fornito segnali importanti nel corso degli ultimi anni. A livello nazionale si è registrato un record in termini di volume transato nel 2022, con molti deals e dati rilevanti in termini di cap rate / capital value e rents. I dati del 2023 hanno confermato l'appetibilità per questa asset class, nonostante il contesto macro-economico di riferimento e la contrazione del volume transato registrato, in ragione della stretta monetaria da parte della BCE e della yield decompression sui titoli di stato e sul mercato obbligazionario in generale.

Il mercato della logistica si conferma solido e resiliente, con una domanda sostenuta dopo le performance record registrate per il 2021 ed il 2022; nonostante i volumi transati registrati, significativamente minori rispetto agli anni passati, nel 2023 e nel 2024 l'asset class logistica si conferma essere tra le più attenzionate del panorama italiano.

In particolare, il Q1 del 2025 è stato caratterizzato da un volume di investimenti nel trimestre pari a circa 640 mln €. La finalizzazione della vendita di due portafogli di grande rilievo, entrambi con valori superiori ai 200 mln di €, ha consolidato il settore come il secondo per performance nel trimestre, tra le principali asset class, confermandosi ormai una scelta privilegiata per gli investitori.

Il processo di variazione dell'asset allocation dei fondi di investimento real estate nazionali ed internazionali, a vantaggio di maggiori quote per il settore logistico, ha dato un rilevante impulso ad investimenti / nuovi sviluppi negli ultimi anni. Il combinato disposto, rappresentato dalla capacità reattiva e dalla crescita del mercato logistico a livello paneuropeo, ed il consolidamento dell'interesse per questa asset class da parte degli investitori nella rimodulazione dei portafogli, hanno portato ad

una contrazione dei rendimenti negli ultimi anni (sino al 2022), anche alla luce di quelli registrati in altri paesi europei dove tale mercato è più maturo.

Il take-up del Q1 2025 risulta pari a circa 485.000 mq, in contrazione rispetto allo stesso periodo del 2024 (ovvero ca. -13%). Si tratta di un risultato in linea con l'attuale livello del mercato, che dopo anni di intensa crescita sta ora attraversando una fase di assestamento, con l'obiettivo di trovare un punto di equilibrio su un livello di take-up vicino a 2 milioni di mq annui.

Contrariamente al recente trend di diffusa crescita, nel corso del Q1 2025 non si sono riscontrati incrementi per i canoni prime dei principali mercati logistici italiani. Il prime rent nazionale è riscontrabile in location quali Milano e Roma.

Il divario in termini di rent per il mercato italiano rispetto ai benchmark europei rimane ancora discretamente apprezzabile, mentre si è sempre più assottigliato quello relativo agli yield. Il 2024 sta confermando i rendimenti raggiunti nell'anno precedente con un prime net yield stabile pari al 5,50%.

Si evidenzia un consolidamento dell'interesse per le location Prime e per le location Secondary più premianti, anche in ragione della saturazione delle location prime e delle maggiori possibilità insediative connesse ai vincoli urbanistici offerte dai comuni minori. Si consolida l'ingresso di nuovi operatori di rilievo internazionale, essendo il mercato italiano meno maturo rispetto a quello europeo e quindi con ampie opportunità di espansione. Per le location secondarie occorre specificare che tali ubicazioni rimangono nei radar di investitori in cerca di rendimenti più elevati, sebbene con una certa cautela dovuta al rallentamento delle prospettive di crescita dei canoni di locazione. Anche il Mezzogiorno comincia a far registrare l'interesse degli investitori, seppur con riferimento a progetti specifici / built to suit con tenant solidi.

Gli investitori istituzionali continuano infatti a guardare soprattutto ad opportunità value-add o con ottimi margini di reversion sui canoni di locazione. Particolare attenzione viene posta al tema Environmental Social Governance (ESG). Ci si attende che il mercato possa confermare il trend in atto; è ragionevole attendersi il consolidamento anche dei nuovi format quali Centri di Distribuzione Urbana (CDU) a supporto dell'e-commerce, della logistica di prossimità (last mile) e quella dei cold storage.

La logistica è un segmento di mercato oramai specializzando sia in termini di tipologia edilizia (immobili flessibili vs immobili built to suit, medium-high size, e-commerce, last mile, corriere espresso, cold storage, ecc...) che di tipologia di investitori, quali: investitori istituzionali (medium-high size), investitori specialistici (diversificazione fondi nei diversi mix di tipologie logistiche e anche verso zone prossime alle Location Prime e Location Secondarie), developer / investitori, ecc...





## Sviluppi immobiliari

In Italia, le operazioni immobiliari che interessano la valorizzazione e il recupero di edifici esistenti continuano ad essere fortemente impattate dai costi di costruzione che si mantengono elevati. Nonostante le fonti ufficiali mostrino un sostanziale assestamento, monitorando i cantieri in essere (attività di project monitoring) si rileva un forte divario tra i costi preventivati e quelli poi effettivamente applicati in corso d'opera; tale dinamica impatta pesantemente sull'avvio di nuove operazioni immobiliari, permane una situazione di stallo in location dove gli exit value non riescono a sopperire i costi.

La riduzione sui tassi di riferimento applicate dalla BCE hanno migliorato la situazione, ma è confermato l'approccio selettivo delle banche che finanziano progetti a basso rischio portati avanti da developer finanziariamente solidi e meglio se con tenant già individuato.

Il segmento Hospitality, in particolare di fascia alta, Living, con focus su studentati e senior living, continuano ad attrarre interesse, soprattutto se l'ubicazione è premiante. Gli studentati si confermano essere l'asset class più dinamica, soprattutto grazie ai contributi PNRR concessi dal MUR PNRR, che incentivano il recupero di edifici esistenti non utilizzati ubicati in aree universitarie ben collegate. Tali interventi contribuiscono alla riqualificazione urbana dell'intorno in quanto attirano attività retail e servizi alla persona. Si segnala anche il continuo affermarsi dei Data Center con nuovi sviluppi che interessano in particolare nord e centro Italia.

A Milano, e nelle location direttamente interessate, proseguono i lavori per le opere legate ai Giochi Olimpici di Milano-Cortina 2026. In particolare, si segnala che la conclusione dei lavori dell'Arena di Santa Giulia è prevista per l'autunno del 2025, garantendo la disponibilità della struttura per le gare di hockey sul ghiaccio. La consegna del Villaggio Olimpico è prevista nel luglio 2025, successivamente il complesso sarà convertito in studentato da 1.700 posti letto

convenzionato con il Comune di Milano a tariffe agevolate e sarà disponibile da settembre 2026. A Cortina sono circa una decina le strutture ricettive interessate da lavori di ristrutturazione; tuttavia, si segnala che non tutti gli hotel saranno completati per tempo.

Si conferma l'avvio di operazioni di riqualificazioni sia in città capoluogo, sia in centri urbani minori, che interessano la riconversione di asset quali, ex caserme ed ex ospedali, che occupano porzioni significative del territorio comunale, ma anche immobili di dimensioni minori ubicati in posizioni centrali. In questo contesto, enti quali l'Agenzia del Demanio e Invimit, società che fa riferimento al Ministero dell'Economia e delle Finanze, e concorsi come *Reinventing Cities* stanno assumendo un ruolo sempre più attivo in materia di valorizzazione del patrimonio immobiliare. Da non tralasciare l'attività del PNRR che continua a consentire di impegnare risorse in situazioni che altrimenti non avrebbero visto un'evoluzione.

Nella seconda parte del 2025, in considerazione del quadro macroeconomico più favorevole, seppur oggetto di continuo monitoraggio, si attende uno sblocco delle posizioni incagliate da più tempo e una ripresa del percorso di valorizzazione di operazioni che erano state accantonate in quanto penalizzate dall'alto costo del denaro e dalle incertezze globali che hanno impattato sull'accesso al credito e sul richiamo di capitali esteri.







## Asset speciali

**(data center, infrastrutture energy, self storage, strutture sportive)**

Nella categoria degli “Asset speciali” rientrano generalmente i prodotti immobiliari legati a settori di nicchia come infrastrutture di telecomunicazione ed energy, data center, parcheggi e strutture sportive.

La categoria degli investimenti immobiliari alternativi presenta un rischio di vacancy attuale e prospettico molto limitato a causa della scarsità di immobili idonei a specifiche funzioni rispetto alla domanda degli utilizzatori. Un numero crescente di investitori sta esplorando questi nuovi settori, concentrandosi in particolare sugli operational real estate asset, come data center, terreni per la produzione di energie alternative e infrastrutture di vario genere, che operano secondo logiche diverse dall’immobiliare tradizionale.

Il mercato dei **data center** sta registrando un’accelerazione senza precedenti, sia in termini di espansione geografica che di volumi, spinta dalla crescente domanda di capacità di calcolo, alimentata dall’e-commerce e dalle nuove tecnologie emergenti come il deep learning, il machine learning e gli algoritmi generativi. Negli ultimi anni, il settore dei Data Center in Italia ha registrato un’espansione significativa. Secondo l’Osservatorio Data Center del Politecnico di Milano, attualmente nel Paese sono operative 186 infrastrutture, mentre altre 98 sono in fase di programmazione o costruzione. A livello europeo, la saturazione energetica nei mercati principali (FLAPD) sta favorendo l’emergere di Paesi “Tier 2” come Italia, Spagna e quelli nordici. In particolare, l’Italia si distingue come hub strategico nell’area mediterranea e balcanica, attirando l’interesse degli investitori. Secondo l’Osservatorio Data Center del Politecnico di Milano, si prevedono investimenti per 5,7 miliardi di euro nei Data Center Campus tra il 2025 e il 2026.











Un’altra asset class da monitorare attentamente è quella del **Self Storage**. Questo settore beneficia di una domanda intrinsecamente non ciclica, di bassi requisiti di investimento e di un ridotto rischio di obsolescenza. In Europa, dove il solo Regno Unito rappresenta un terzo del settore, il mercato è ancora in una fase iniziale di sviluppo, con significative opportunità di crescita, inclusa l’Italia. Gli immobili destinati a questa attività richiedono meno interventi straordinari rispetto ad altre asset class e la domanda è guidata principalmente da eventi della vita delle persone, risultando meno influenzata dall’andamento dell’economia generale.

Gli investimenti nelle **energie rinnovabili** permettono di accelerare i mega trend della transizione energetica e ambientale, combinando buoni rendimenti con obiettivi di sostenibilità. Le energie rinnovabili stanno assumendo un ruolo sempre più centrale nelle asset class dei fondi immobiliari, rispondendo alla crescente richiesta da parte degli investitori istituzionali di opportunità allineate agli obiettivi ESG. La sostenibilità e l’efficienza energetica, infatti, contribuiscono a incrementare il valore del patrimonio immobiliare. Secondo il Sole 24 Ore, a condizione di un quadro normativo stabile, in Italia si prevede un potenziale di 7 miliardi di euro di investimenti nelle rinnovabili entro il 2025.

In Italia, stanno emergendo e consolidandosi ulteriori asset class specializzate, in particolare nel **settore sportivo e del tempo libero**. Questa tendenza è alimentata dalla programmazione di eventi internazionali di grande risonanza: nel 2025, l’Idroscalo di Milano ospiterà i Mondiali di canoa e kayak velocità, mentre Torino e il Piemonte accoglieranno le Universiadi invernali. In aggiunta, l’Italia si è assicurata l’organizzazione della Coppa Davis nel triennio 2025-2027 e delle ATP Finals dal 2026 al 2030, con sede ancora da definire tra Torino e Milano. Questi eventi internazionali culmineranno con le Olimpiadi Invernali di Milano-Cortina nel 2026, per le quali il Paese sta costruendo numerosi

impianti sportivi in diverse località e con la Coppa America, che sarà ospitata a Napoli nel 2027. Inoltre, Milan e Inter stanno pianificando la costruzione di un nuovo stadio condiviso in un'area adiacente al Meazza; il progetto prevede

un impianto moderno con una capienza di circa 71.500 posti, integrato in un piano di rigenerazione urbana che include spazi commerciali, aree verdi e strutture ricettive.

 <b>KROLL</b> REAL ESTATE ADVISORY GROUP	EVOLUZIONE DEI TREND					
	GIUGNO 2025					
	OGGI		DOMANI		FINANCING	NOTE
	Giugno 2025		Giugno 2026			
Tenants/ Income	Investors	Tenants/ Income	Investors			
 Living (Residenziale, PBSA, Senior Housing)	↑	↑	→	↑	→ ↑	
 Uffici "Prime"	↑	→	↑	→	→	
 Uffici NON "Prime"	↓	↓	↓	↓	↓↓	
 Retail: Shopping Center, etc.	→	→	↑	↑	→ ↑	
 Retail: High Street	↓	→	→	↑	↑	
 Hotel*	↑	↑	↑	↑	↑	
 Logistica Light Industrial Data Center	→	→	→	→	→	Logistics → Data Center ↑
 Energy	→ ↑	→ ↑	→ ↑	→ ↑	→ ↑	
 Sviluppo	→	→	↑	→	→ Se exit > 5.000 €/mq ↑	

 Molto positivo
  Positivo
  Neutro
  Negativo
  Molto negativo

NB. \*In particolare i target 4Stelle, 4Stelle Superior, 5Stelle e 5Stelle Lusso Kroll Advisory



---

#### Informazioni su Kroll

In qualità di società indipendente leader nella fornitura di servizi di financial advisory e di gestione del rischio, Kroll si avvale del patrimonio unico di conoscenze, dei propri dati e della propria tecnologia per aiutare i clienti a stare al passo con le complesse richieste del mercato. Il team di Kroll, composto da oltre 6.500 professionisti in tutto il mondo, porta avanti la storia quasi centenaria dell'azienda, fatta di competenze affidabili che coprono la gestione del rischio, la governance, le transazioni e le valutazioni. Le nostre soluzioni avanzate e la nostra intelligence aiutano i clienti ad avere la lungimiranza necessaria per conseguire un vantaggio competitivo e duraturo. In Kroll, i nostri valori definiscono chi siamo e come collaboriamo con i clienti e le comunità. Per saperne di più: [Kroll.com](https://kroll.com).