

# T con Zero

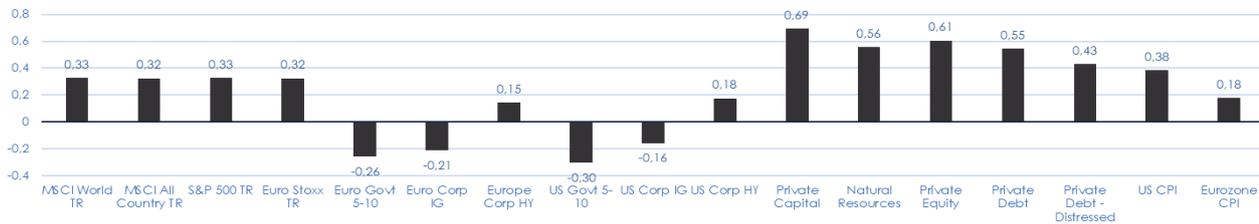
La seconda generazione

N. 25 – GIUGNO 2024

## Investimenti immobiliari, tassi di politica monetaria e rendimenti di mercato, inflazione

Con la Banca Centrale Europea che giovedì 6 giugno ha effettuato il primo taglio del costo del denaro dopo due anni di un intenso ciclo di rialzi, e che, per la prima volta da quando esiste, ha ridotto i tassi di riferimento di politica monetaria prima della Federal Reserve, *T con Zero* torna a occuparsi del mondo degli investimenti di natura immobiliare<sup>1</sup> nei *private markets*. Nella nota di settembre 2023 si era evidenziato come l'*asset class* possedesse le interessanti caratteristiche di un contenuto livello di correlazione con le altre principali attività finanziarie (grafico 1 sotto), in particolare uno molto basso e spesso addirittura negativo con il mondo obbligazionario, e di mostrare invece una correlazione positiva con l'aumento della ripidità della curva dei rendimenti governativi, uno scenario che potrebbe verificarsi nei prossimi mesi.

Grafico 1: correlazione media storica tra performance del real estate e quella di altre attività finanziarie, 2000-2023



Dato che la sensibilità degli investimenti in *private markets* all'aumento dei rendimenti obbligazionari e alle condizioni finanziarie che la politica monetaria contribuisce a determinare è sempre un tema di discussione aperto, può essere opportuno cercare di raccogliere qualche idea, come al solito basata sui dati storici, in un momento che potrebbe avviare un cambio di atteggiamento da parte delle principali banche centrali.

Proprio da questo punto si possono prendere le mosse. I grafici che seguono mostrano come gli investimenti in *real estate* si siano comportati, a fronte di variazioni dei tassi di riferimento di politica monetaria di BCE e Fed. Abbiamo scelto le categorie *value added* e *opportunistic* come le potenzialmente più sensibili alle variazioni delle condizioni finanziarie, ma i dati mostrano che i ragionamenti valgono per gli investimenti immobiliari in generale. Le informazioni sulle performance del *real estate* non quotato<sup>2</sup> sono disponibili per il periodo 2000-2023, che è abbastanza esteso da essere considerato attendibile e ha presentato condizioni macroeconomiche e dei mercati finanziari di tutti i tipi: crolli delle borse e *bull market*, fasi di espansione sincronizzata e con divergenze tra regioni, recessioni di varia natura, deflazione e inflazione elevata, politica monetaria restrittiva e accomodante, addirittura una pandemia e tre guerre (la seconda guerra del Golfo e i conflitti attuali, fra Russia e Ucraina e in Medio Oriente).

### Investimenti immobiliari diretti e tassi di riferimento di politica monetaria

La prima osservazione da fare è che l'andamento degli investimenti immobiliari opportunistici e *value added* (linee blu scuro e color oro in tutti i grafici che seguiranno) tende a beneficiare delle fasi in cui i tassi di riferimento di politica monetaria scendono o rimangono stabili (linea azzurra), come si nota dalle aree ombreggiate di verde nei grafici 2 e 3 che seguono, che evidenziano i periodi di condizioni favorevoli al *real estate*. L'importante eccezione dei casi dei periodi *non favorevoli*, rappresentati da aree ombreggiate di rosso, è quella di quando le banche centrali hanno tagliato il costo del denaro, anche tanto, ma perché l'economia era in recessione.

Grafico 2: performance real estate e tassi BCE, 2000-2023

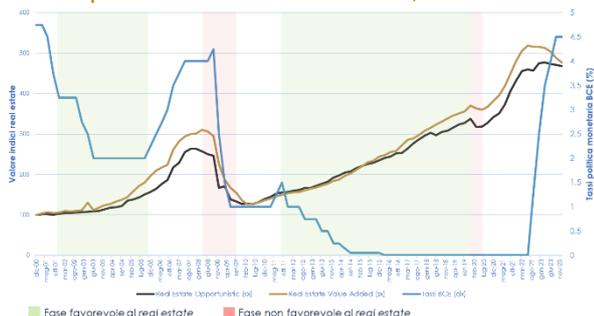
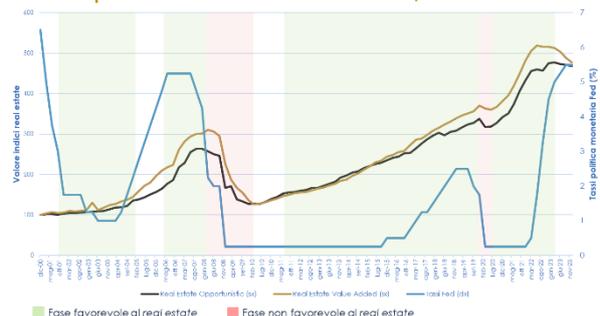


Grafico 3: performance real estate e tassi Fed, 2000-2023



# T con Zero

## La seconda generazione

N. 25 – GIUGNO 2024

In altre parole, il *real estate* appare sensibile alle decisioni delle banche centrali sui tassi, ma verosimilmente più sensibile all'andamento dell'economia, e in particolare, come molte altre attività, finanziarie e reali, teme le recessioni. Questa tesi trova una conferma indiretta anche all'opposto: la performance del *real estate* è stata positiva anche in fasi nelle quali le banche centrali hanno alzato i tassi, ma l'economia era in espansione (2005-2007 in Europa, 2015-2018 in US). Tutto questo ci porta a concludere che l'avvio di una nuova fase, nella quale le principali banche centrali possono attuare una politica monetaria meno restrittiva in un contesto di economia globale in crescita, possa risultare favorevole al *real estate*. Anche perché giunge dopo un periodo di correzione di buona parte di tale mercato.

### Investimenti immobiliari diretti e rendimenti obbligazionari nominali di mercato

La seconda relazione storica da osservare è quella tra rendimenti obbligazionari di mercato, ad esempio quelli *nominali* a scadenza dei titoli di Stato a 5 anni<sup>3</sup> di Area Euro o degli Stati Uniti, e l'andamento del *real estate*. Qui le informazioni a disposizione, illustrate nei grafici 4 e 5 seguenti, restituiscono un'immagine del passato meno chiara. Si nota che l'immobiliare tenda a muoversi in modo positivo quando i rendimenti nominali scendono (questa è stata soprattutto l'esperienza di Eurozona) oppure oscillano all'interno di un intervallo anche ampio, ma tendenzialmente stabile e prevedibile (il caso degli USA). Anche in questa analisi emerge molto chiaramente come il *real estate* abbia sofferto le fasi di rendimenti obbligazionari in calo e recessione molto più di quelle di rendimenti in rialzo ed espansione economica. Anzi, notare che con l'economia in crescita la performance degli investimenti immobiliari sia stata positiva anche con i rendimenti in netta ascesa ci porta alla terza relazione storica da osservare: quella tra *real estate* e inflazione.

**Grafico 4: performance real estate e rendimenti nominali a 5 anni Eurozona, 2000-2023**



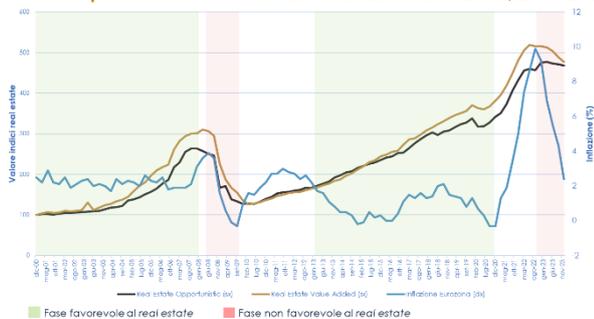
**Grafico 5: performance real estate e rendimenti nominali a 5 anni USA, 2000-2023**



### Investimenti immobiliari diretti e inflazione

Appartiene a ciò che si può considerare la saggezza popolare del mondo degli investimenti la nozione che gli immobili possano rappresentare una protezione dall'inflazione, perché il loro valore e i canoni che si possono ottenere mettendoli a reddito tendono ad adeguarsi alle variazioni dei prezzi. Questa idea trova una conferma empirica nei dati storici, come mostrano i grafici 6 e 7 seguenti.

**Grafico 6: performance real estate e inflazione Eurozona, 2000-2023**



**Grafico 7: performance real estate e inflazione USA, 2000-2023**



Le figure mostrano come i periodi di inflazione stabile o in rialzo siano quelli in cui la performance dell'immobiliare si esprime al meglio. D'altra parte, quando l'inflazione (linea azzurra) è diminuita, l'andamento del *real estate* è stato negativo. Tuttavia, a differenza dei casi precedenti, in cui l'immobiliare scendeva quando i tassi di riferimento di politica monetaria o i rendimenti nominali sui titoli di Stato diminuivano solo con l'economia in

# T con Zero

La seconda generazione

N. 25 – GIUGNO 2024

recessione, la fase di diminuzione dell'inflazione dell'ultimo anno, avvenuta in assenza di una recessione, è risultata negativa per la performance del *real estate*, probabilmente proprio in forza della relazione tra dinamica dei prezzi e mercato immobiliare, che li ha portati a muoversi molto spesso nella stessa direzione in passato.

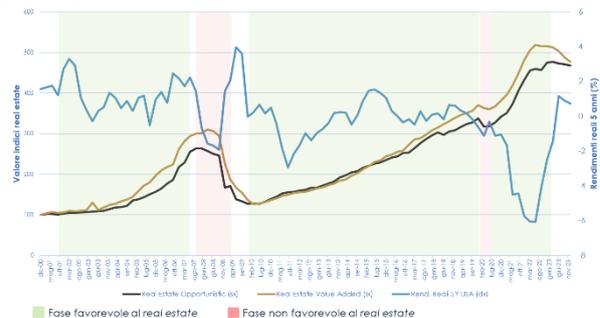
## Investimenti immobiliari diretti e rendimenti obbligazionari reali di mercato

L'ultimo passaggio che rimane da compiere è il commento della relazione storica fra andamento degli investimenti immobiliari *value added* e opportunistici e i rendimenti governativi a 5 anni, di Area Euro e Stati Uniti, in termini reali, cioè depurati dall'inflazione. Come risulta evidente dai grafici 8 e 9 che seguono, tale relazione appare anche graficamente come una combinazione dei due casi precedenti. Ciò non è sorprendente, visto che i rendimenti reali (linea azzurra nei grafici) non sono altro che la differenza fra i rendimenti nominali e il tasso di inflazione, mentre le performance dell'immobiliare sono le stesse. Qui emerge con una certa chiarezza che, a parte i periodi di recessione, che pongono pressioni al ribasso sul *real estate* in generale, l'*asset class* storicamente tenda a comportarsi bene nei periodi di stabilità o diminuzione dei rendimenti reali, mentre soffre le fasi in cui questi ultimi si muovono decisamente al rialzo, come nel 2023 (più che nel 2009, segnato per mesi dalla Grande Recessione seguita alla Grande Crisi Finanziaria).

Grafico 8: performance *real estate* e rendimenti reali a 5 anni in Eurozona, 2000-2023



Grafico 9: performance *real estate* e rendimenti reali a 5 anni USA, 2000-2023



## Conclusioni

Queste relazioni storiche, insieme al nostro scenario macroeconomico di riferimento, potrebbero rappresentare un contesto potenzialmente favorevole per investimenti diretti in *real estate*. Infatti l'elemento che in passato si è rivelato più dannoso per l'immobiliare, cioè una recessione, non sembra avvicinarsi, sulla base dei dati oggi a disposizione. L'inflazione prosegue il suo percorso di ridimensionamento, del quale tuttavia la porzione più veloce dovrebbe ormai essere alle nostre spalle. Ciò, in teoria, potrebbe ridurre i rischi di un impatto negativo sul *real estate* derivanti sia da una discesa rapida della dinamica dei prezzi, sia da una variazione al rialzo disordinata dei rendimenti reali. In effetti, una discesa graduale dell'inflazione e dei tassi di riferimento potrebbe portare con sé anche una diminuzione composta o una sostanziale stabilità dei rendimenti reali, da cui nel passato l'immobiliare ha tratto giovamento. Ultima, ma non meno importante, la considerazione che le banche centrali hanno mostrato l'intenzione di ridurre il grado di severità di una politica monetaria ormai da lungo tempo restrittiva. Si è visto all'inizio come la riduzione del costo del denaro con l'economia in crescita abbia costituito in passato un ambiente nel quale il *real estate* ha fatto registrare performance positive.

Dopo un periodo prolungato di tassi di riferimento e rendimenti di mercato, nominali e reali, elevati, e di inflazione in mercato declino dopo un rialzo esteso - tutti elementi che storicamente non hanno contribuito a sostenere un andamento positivo degli investimenti immobiliare - è possibile che il quadro cominci gradualmente a mutare in direzione più favorevole. Il *real estate* potrebbe quindi esprimere un buon potenziale di diversificazione per il portafoglio di investimenti e contribuire alla generazione di rendimenti positivi.

A cura di Luca Tobagi, CFA - Head of Investment Strategy



# T con Zero

La seconda generazione

N. 25 – GIUGNO 2024

## Note e riferimenti

1: T con Zero n.16, settembre 2023, *Come possono muovere il portafoglio gli immobili*

2: I dati sulla performance del *real estate* riguardano gli investimenti diretti in *private markets* e non gli investimenti in aziende finanziarie o *holding*. Le elaborazioni sono state effettuate sui dati raccolti su scala globale da Preqin.

3: La scelta della scadenza a 5 anni per i titoli di Stato USA e di area Euro (principalmente tedeschi) usati come riferimento per i rendimenti è stata dettata dal desiderio di cambiare rispetto all'uso dei più standard 10 anni o 2 anni, oltre che dal fatto che un orizzonte temporale di 5 anni può essere valido per programmi di investimento diretto nel mercato immobiliare.

Come sempre, ulteriori informazioni e i dati dettagliati delle analisi possono essere resi disponibili su richiesta.

Le elaborazioni di tutti i dati e dei grafici sono di Mediobanca Private Banking su dati di fonti ritenute attendibili (ad esempio Bloomberg, Preqin, World Bank, FAO, OCSE, Fondo Monetario Internazionale, banche centrali, governi o altre fonti analoghe). A seconda della disponibilità delle serie storiche, i dati utilizzati vanno dal dicembre 1927 al 31 maggio 2024 incluso.

Nel caso dei dati sui *private markets*, il periodo di osservazione va dalla fine di dicembre 2000 alla fine di dicembre 2023 e la frequenza è trimestrale.

## Perchè T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro T con Zero vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t con zero* devo stabilire una configurazione oggettiva di *t con zero*; per stabilire una configurazione oggettiva di *t con zero* devo spostarmi in *t con 1*; per spostarmi in *t con 1* devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

## DISCLAIMER

Il documento è stato redatto a puro scopo informativo. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta della Banca. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, Mediobanca non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca.