

WEEKLY UPDATE

4 novembre 2024



MERCATO IMMOBILIARE GLOBALE: SEGNALI DI CRISI O INIZIO DI UN NUOVO SUPERCICLO?

Le previsioni sul mercato immobiliare, a maggior ragione se intese in un'ottica globale, rappresentano da sempre un esercizio alquanto complesso, per non dire, secondo alcuni, al limite del "rompicapo", in ragione dei molteplici fattori che concorrono a formare la dinamica della domanda e dell'offerta, contestualizzata all'interno di cicli economici che, ovviamente, possono essere molto differenti da Paese a Paese.

Chi invoca prudenza nel formulare aspettative per i prossimi anni fa anzitutto leva sugli irrisolti problemi del real estate cinese che, al netto delle poderose iniezioni di liquidità da parte della People's Bank of China, è ancora ben lungi dal dare segnali di riscossa e di rinascita.

Per farla breve, secondo gli addetti ai lavori, la crisi del mattone cinese non demorde, anzi continua ad essere motivo di preoccupazione per investitori e politici della nomenclatura, in quanto la potenziale bolla immobiliare rappresenta una minaccia per la seconda economia mondiale, con potenziale "effetto domino" sul resto del mondo.

L'ultimo allarme, ai primi di settembre, dopo i casi Evergrande e Country Garden, è arrivato da New World Development, un altro colosso quotato a Hong Kong, che ha preannunciato una perdita miliardaria per l'esercizio fiscale 2024; secondo quanto dichiarato dalla società, il "rosso" stimato in circa 2.6 miliardi di dollari sarebbe attribuibile a una combinazione di fattori, fra cui il continuo calo dei prezzi degli immobili, i tassi di interesse elevati e la congiuntura

**DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM GESTIONE
PRODOTTI AZIONARI,
OBBLIGAZIONARI E
SOLUZIONI DI
INVESTIMENTO di
Fideuram Asset
Management SGR**



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

economica locale e internazionale: per di più, l'azienda ha citato le difficoltà nel vendere nuove proprietà e la riduzione delle entrate derivanti da affitti e altri investimenti immobiliari.

In merito poi al programma “bazooka” lanciato dall'amministrazione di Pechino giusto alla vigilia della lunga festa della prima settimana di ottobre per celebrare l'anniversario della nascita della Repubblica Popolare Cinese, analisti ed economisti non nascondono la loro cautela di fondo, in ragione del fatto che diversi provvedimenti parrebbero avvantaggiare i proprietari di case esistenti mentre resterebbe aperto, in termini di supporto, il problema della domanda di nuove abitazioni; problema di basilare rilevanza, come noto, in virtù del fatto che il settore immobiliare rappresenta una parte significativa del PIL cinese e il rallentamento delle costruzioni ha colpito duramente altri settori collegati, come quello dell'acciaio e del cemento. In tal senso, la storia e la parabola di Evergrande è paradigmatica, poiché durante il boom economico ha accumulato ingenti debiti per finanziare la costruzione di enormi progetti immobiliari, salvo poi incorrere in gravi difficoltà finanziarie nel momento in cui il governo ha introdotto politiche più restrittive (in modo tardivo) per contenere l'indebitamento complessivo del settore.

Se non bastasse, per gli scettici circa un futuro roseo del comparto immobiliare su scala planetaria non va sottovalutata la crisi climatica e le conseguenti implicazioni; secondo studi recenti, un decimo del valore delle proprietà residenziali del mondo è minacciato dal riscaldamento globale, con implicazioni potenziali enormi sul mercato finanziario mondiale: una questione, cioè, che investe risorse personali, sistema assicurativo e governi.

Secondo i calcoli degli addetti ai lavori, entro il 2050 il cambiamento climatico potrebbe ridurre del 9% il valore delle abitazioni nel mondo, una perdita approssimativamente equivalente a 25mila miliardi di dollari; la questione, peraltro, al momento sarebbe sottovalutata e non dibattuta con la dovuta attenzione, soprattutto alla luce del fatto che già ora gli eventi meteorologici estremi si manifestano con una certa frequenza, addirittura con un incremento dell'80% nell'ultimo decennio (si pensi solo, in ordine cronologico, all'uragano Milton in Florida, prontamente ribattezzato la “tempesta del secolo”, che proprio a metà ottobre ha originato 27 tornado che hanno portato distruzione e crisi energetiche diffuse ad intere aree).

E qui entrano in gioco anche le compagnie assicurative, poiché *“con il peggioramento del clima e l'aumento della frequenza delle catastrofi naturali, l'assicurazione sulla casa diventa sempre più costosa, al punto che in alcuni luoghi potrebbe diventare così cara da far crollare i prezzi delle case”* (alcuni esperti di settore parlano di *“bolla assicurativa climatica”* che colpisce un terzo delle case americane).

Per altro verso, ovvero per chi vede ottimisticamente il *“bicchiere mezzo pieno”*, *“le prospettive per il mercato immobiliare, che vale 13.200 miliardi di dollari, stanno migliorando, con i valori che si vanno in generale stabilizzando dopo due anni difficili di declino; questo crea*



opportunità che vanno oltre il calo dei tassi di interesse in quanto l'inflazione sempre vischiosa rende il real estate più attraente comunque nel medio termine": questa la tesi di una primaria casa di investimento, secondo la quale i valori dell'immobiliare si vanno stabilizzando grazie anche alle mega forze che influenzano la domanda, con importanti sfumature a livello regionale e settoriale e un quadro prospettico confortante, con l'azionario cinese che ha messo a segno il miglior guadagno settimanale dal 2008 e Wall Street su nuovi massimi assoluti.

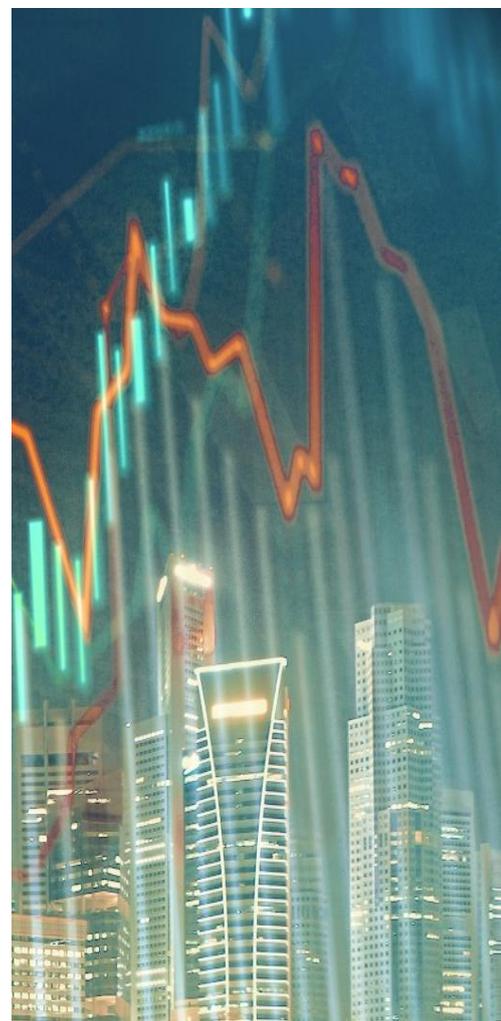
Peraltro, con un mercato immobiliare che in Europa e nel Regno Unito pare aver toccato il fondo (mentre negli USA persistono ancora segnali di debolezza), l'appeal aumenta progressivamente a beneficio, tra l'altro, dei fondi del settore che si preparano ad allocare capitale traendo beneficio dai prezzi ancora depressi, mentre le politiche green sostengono ristrutturazioni e nuove costruzioni; senza contare che un'inflazione resiliente offre supporto, aumentando l'attrattività del real estate come investimento che beneficia dei flussi di cassa generati proprio dalle allocazioni *inflation-linked*: in sintesi, un futuro più brillante per l'immobiliare, con opportunità soprattutto nelle aree che sono state maggiormente esposte all'impatto dei tassi d'interesse.

Se poi il tasso di attrattività degli immobili è certificato dal *Global Real Estate Transparency Index*, ecco che in un ranking ideale di appetibilità, aggiornato agli ultimi dati del 2024, troviamo Regno Unito, Francia, Stati Uniti, Australia e Canada, con Singapore che per la prima volta entra nel gruppo grazie a progressi in sostenibilità e tecnologia: l'Europa, nello specifico, continua a distinguersi per gli elevati standard di trasparenza, promuovendo la trasformazione sostenibile grazie alla revisione della Direttiva sul rendimento energetico degli edifici (EPBD), la Tassonomia UE e la Direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità CSRD).

Ma c'è dell'altro a sostegno di un futuro luminoso per l'intero comparto: anzitutto, la questione demografico-migratoria.

Secondo le ultime stime, la natalità degli immigrati nei Paesi sviluppati cresce ad un tasso annuo record del 4%, il che crea di per sé un'ovvia pressione sugli affitti e sui prezzi delle case: al punto che in Spagna, secondo uno studio a cura dell'Università di Barcellona, ad ogni punto percentuale di incremento dei flussi migratori corrisponde un aumento dei prezzi delle case del 3.3% (dal Canada alla Germania, inoltre, i flebili tentativi di porre restrizioni ai flussi migratori in realtà poi vengono rimandati, se non addirittura cancellati, in ragione di saper garantire un ricambio di manodopera ad una popolazione che tende ad invecchiare).

In secondo luogo, una volta finita la pandemia, è emerso chiaramente come le grandi metropoli abbiano mantenuto intatto il proprio fascino e la propria appetibilità, per la semplice ragione che nelle grandi aree urbane si concentra la maggior parte dell'attività lavorativa (si calcola che solo in America il 37% dei business sia concentrato nelle



principali città dei singoli Stati e lo stesso fenomeno sia riscontrabile in Giappone, Corea del Sud e Turchia): come dire, c'è la corsa a vivere in città e non nelle aree limitrofe esterne, il che crea non pochi problemi perché l'offerta di case è già "stringata" e la forte pressione si riversa sui prezzi (in Nuova Zelanda nel 2022 è stato lanciato un audace piano immobiliare per creare case, con un incremento di nuove costruzioni mai visto in precedenza che ha innestato un effetto deflazionistico sulle carissime proprietà dell'area, ma di tale esempio si ha notizia solo per il Paese dei kiwi, non per altre aree di altri Paesi, il che lascia intendere che si tratti di un fenomeno decisamente circoscritto e isolato).

Inoltre, un ulteriore fattore giocherebbe a favore di un real estate profittevole nel lungo periodo: la carenza di infrastrutture per gestire gli spostamenti.

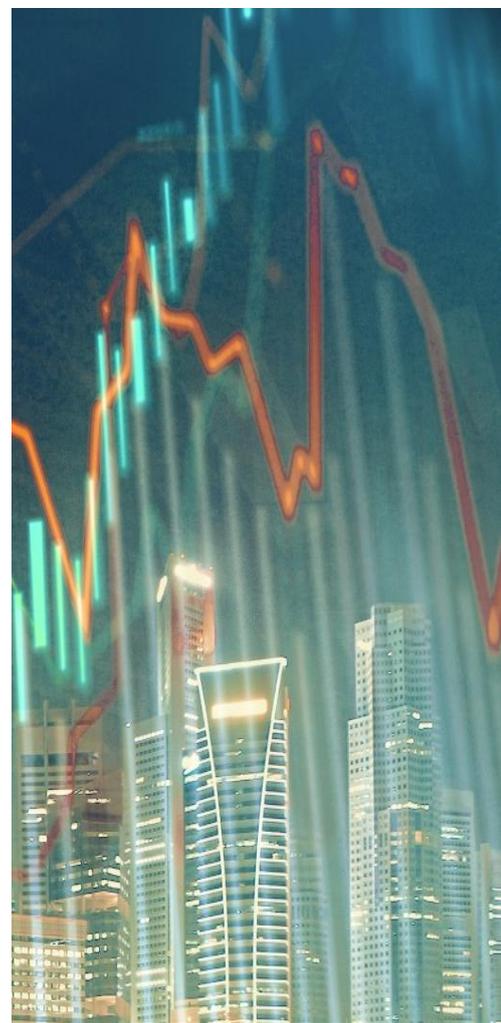
Posto che si sta consolidando un trend sintetizzabile nel "*having new housing in my backyard*" (nuove abitazioni nel cortile, ovvero vivere e lavorare nel modo più comodo possibile), è sempre più tangibile e frequente la richiesta di costruire nuove realtà residenziali all'interno dei contesti urbani, in modo tale da ottimizzare il binomio "lavoro-tempo libero", con effetto indotto sulle grandi città/capitali i cui immobili si apprezzeranno a fronte di una domanda in costante ascesa e di una offerta solo in parte in grado di soddisfare le richieste.

La nostra posizione sull'intero comparto è attualmente leggermente positiva, mentre per il lungo periodo riteniamo che sia decisivo e vincolante comprendere come le banche centrali sapranno gestire la curva dei tassi, in modo tale da favorire un accesso al credito che risulti conveniente (o non eccessivamente oneroso) a famiglie e imprese.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana conclusiva di ottobre con avvio (lunedì 28) all'insegna del semaforo verde sui mercati azionari globali, a riflesso di un outlook ancora manifestamente ottimistico, stando almeno ai contenuti evidenziati nell'ultimo *Beige Book*, ovvero il report pubblicato dal Board della FED prima delle consuete riunioni del FOMC (6-7 novembre); nel complesso, da quanto si legge, l'attività economica negli Stati Uniti è "*rimasta pressoché invariata in quasi tutti i distretti dall'inizio di settembre*".

Entrando nello specifico, la maggior parte dei distretti ha segnalato un calo dell'attività manifatturiera, mentre l'attività nel settore bancario è stata generalmente stabile o in leggero aumento e la domanda di prestiti è stata mista, con alcuni distretti che hanno notato un miglioramento delle prospettive dovuto al calo dei tassi di interesse; a fronte di ciò, i resoconti sulla spesa dei consumatori sono stati "misti", con alcuni distretti che hanno notato cambiamenti nella composizione degli acquisti, per lo più verso alternative meno costose, mentre l'attività del mercato immobiliare ha "*generalmente retto*": cioè l'inventario ha continuato ad aumentare in gran parte della



nazione e i valori delle case sono rimasti sostanzialmente stabili o sono leggermente aumentati, anche se l'incertezza sull'andamento dei tassi dei mutui ha tenuto alcuni acquirenti in disparte e la mancanza di alloggi a prezzi accessibili è rimasta un problema persistente in molte comunità.

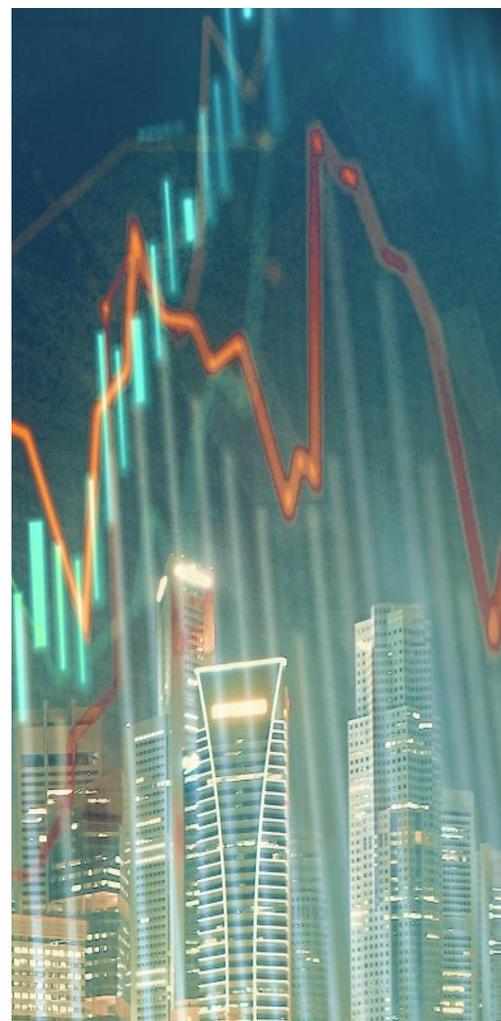
Per quanto concerne il fronte occupazionale, esso risulta *“leggermente aumentato”*, con oltre la metà dei distretti che hanno segnalato una crescita lieve o modesta e i restanti distretti che hanno segnalato pochi o nessun cambiamento (molti distretti hanno segnalato un basso turnover dei lavoratori e i licenziamenti sono rimasti limitati; la domanda di lavoratori si è leggermente attenuata, con assunzioni incentrate principalmente sulla sostituzione piuttosto che sulla crescita: in ogni caso, la disponibilità di lavoratori è migliorata, poiché molti contatti hanno segnalato che era diventato più facile trovare i lavoratori di cui avevano bisogno).

Anche l'inflazione, viene precisato nel report, ha *“continuato a moderarsi”*, pur in un contesto in cui i prezzi delle case sono aumentati in molti distretti e per le famiglie le maggiori pressioni sono riscontrabili negli incrementi dei costi assicurativi e finanziari: a loro volta, le imprese hanno confermato che *“i prezzi degli input sono generalmente aumentati più rapidamente dei prezzi di vendita, comprimendo i margini di profitto delle aziende”*.

Con tali premesse, decisamente nel complesso benauguranti circa la continuazione della congiuntura economica favorevole, non stupisce che alcuni esponenti della FED abbiano rilasciato dichiarazioni alquanto prudenti circa l'abbandono eventuale di una politica monetaria restrittiva, dal momento che *“il lavoro per riportare l'inflazione al target atteso è ancora incompleto”* (B. Hammack, FED di Cleveland); sulla stessa falsariga, Williams (FED di New York) ha voluto precisare che *“sarà opportuno che la banca centrale riduca nuovamente i tassi, ma nel tempo poiché se si esaminano le SEP (Summary of Economic Predictions), notiamo un ottimo scenario di base, con un'economia che continua a crescere e un'inflazione che torna al 2%”*.

In effetti, a ulteriore conferma di un outlook che continua ad essere per molti aspetti idilliaco, erano almeno vent'anni che sul mercato americano dei bond aziendali non si respirava tanto ottimismo, con spread medi su livelli minimali in ragione di un mercato che continua a scommettere sul buono stato di salute dell'economia USA: anche perché ormai l'eventualità di un *“atterraggio morbido”* è pressoché scomparsa dai radar degli investitori, i quali si dicono sempre più propensi a sposare la tesi della *“no recession”*.

Resta il fatto, comunque, come osservato da alcuni analisti, che in un'economia che scoppia di salute c'è almeno un fattore che stride e che deve alimentare qualche riflessione, ovvero il conto annuale delle bancarotte negli Stati Uniti o meglio i ricorsi alla nota procedura concorsuale del *Chapter 11*: nei primi 8 mesi del 2024 sono state 5126 le società che hanno fatto ricorso a questa procedura (contro le 3863 dei primi 8 mesi del 2023), con un tasso di crescita del 33% e con l'evidenza del dato peggiore degli ultimi anni, inclusi quelli della grande crisi post-Lehman.



Ciò detto, tuttavia, ciò che prioritariamente interessa alla comunità finanziaria è che, a tutt'oggi, l'80% delle società di Wall Street batte le stime di consenso, addirittura duplicando, rispetto agli anni '90, il numero di trimestrali oltre le previsioni.

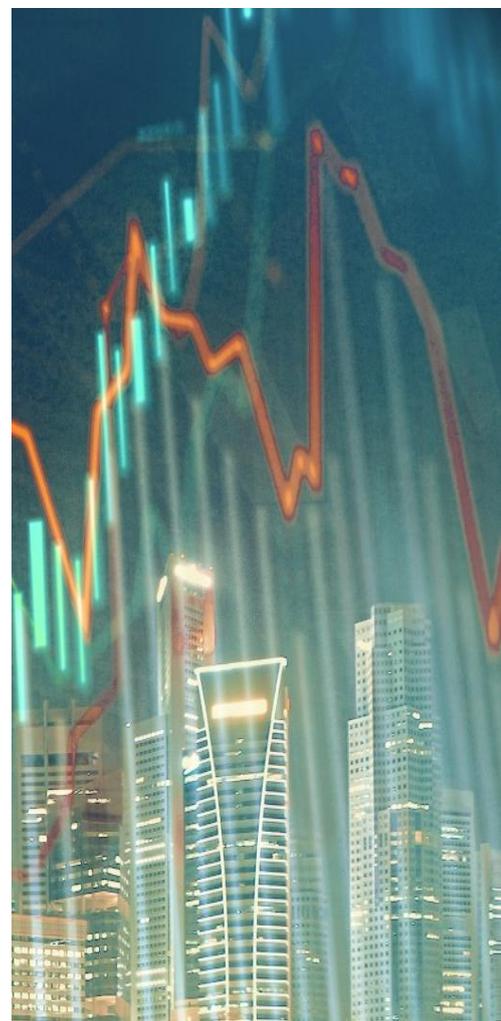
E se non bastasse, nei giorni scorsi le *Big Tech* USA hanno ulteriormente allietato l'umore del mondo finanziario con numeri e stime di tutto rilievo; anzitutto, Google (considerata uno dei grandi banchi di prova dell'ottimismo sul futuro) ha archiviato risultati migliori delle attese spinti dalla pubblicità digitale e soprattutto dalla robusta domanda di servizi cloud generata dalla marcia dell'intelligenza artificiale, così come Microsoft ha chiuso il trimestre con ricavi a 65 miliardi (+16%) e Meta ha registrato un utile in crescita del 35% (senza contare che, ancora una volta, il PIL USA ha confermato che la crescita della domanda interna negli USA è rimasta robusta, sostenuta in particolare dai consumi privati, come largamente atteso, e, più a sorpresa, dalla spesa pubblica). Il nostro scenario, comunque, prospetta una decelerazione della crescita del PIL dai ritmi correnti intorno al 3% annualizzato verso il 2% a partire dal trimestre corrente, determinata in primo luogo da un moderato rallentamento dei consumi.

Peraltro, anche se il contesto *corporate* (societario) estrinseca una solidità di conti ravvisabile anche in ottica prospettica, il Fondo Monetario Internazionale (FMI), nel suo report annuale, non ha mancato di richiamare l'attenzione su alcune peculiarità specifiche inerenti al biennio 2024-2025; la stima sul PIL globale resta confermata al +3.2%, ma aumenterebbero i rischi legati a conflitti e protezionismo: di fatto, dunque, *“una crescita bassa, che resterà debole nel medio termine ed esposta alle ombre che si allungano dall'alto livello del debito pubblico e dalle tensioni commerciali e geopolitiche; l'inflazione è in calo e l'atterraggio morbido e 'alla portata', ma i rischi sono in aumento”*.

In più, dettagliando meglio, il *Global financial stability* report del FMI informa che *“c'è un crescente scollamento tra la bassa volatilità dei mercati e i rischi geopolitici legati alle guerre; una discrepanza che aumenta la possibilità di uno shock di mercato, simile alle fluttuazioni di agosto quando un rialzo dei tassi della Banca del Giappone ha innescato una forte riduzione del carry trade sullo yen facendo crollare la Borsa di Tokyo”*: senza dimenticare, ricordano dall'istituto con sede a Washington, che un incremento del 20% dei dazi su tutte le importazioni e del 60% contro la Cina dovrebbe essere uno dei dossier più caldi sulla scrivania del nuovo inquilino della Casa Bianca.

L'evento macro di maggior rilievo nella scorsa ottava, comunque, riguardava i dati sul mercato del lavoro USA (*NonFarm Payrolls*) e i numeri rilasciati sono stati ben diversi rispetto alle stime di consenso; nello specifico, dopo l'inaspettata accelerazione dell'occupazione registrata nel mese di settembre, che aveva largamente ridimensionato i timori di un rallentamento congiunturale nel breve periodo, vi erano pochi dubbi sul fatto che la dinamica occupazionale avrebbe rallentato nel mese di ottobre, anche per l'impatto negativo di due fattori esogeni: gli scioperi e l'impatto dell'uragano Milton.

Ciò premesso, l'andamento effettivo dell'occupazione in ottobre è stato invece ben inferiore alle attese, con un incremento



dell'occupazione totale di solo 12 mila unità e addirittura un calo degli addetti nel settore privato che non si registrava dal mese di dicembre del 2020 (inoltre, nel settore privato stesso i nuovi dati mostrano che la crescita degli addetti è stata sotto le 100 mila unità in tutti gli ultimi cinque mesi con la sola eccezione di settembre).

Pertanto, alla luce delle evidenze, i dati di ottobre e le revisioni ai mesi precedenti tornano ad evidenziare un profilo dell'occupazione nel complesso non particolarmente vivace e, almeno per il dato di ottobre, la spiegazione che appare più plausibile è che l'impatto degli uragani sia stato ben più negativo di quanto assunto dal consenso, ragion per cui l'opzione più ragionevole per la prossima riunione della FED è un taglio di 25 pb, come già nel nostro scenario e in quello di mercato.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari, con l'eccezione del Topix, ha visto prevalere una colorazione rossa, quale tipica reazione da "presa di profitto" prima del *Big Day* delle elezioni USA del 5 novembre: anche se, nel complesso, sia S&P 500 che Eurostoxx 600 sono rimasti ben posizionati sui piani alti, rispettivamente ben oltre quota 5700 e 500.

Universo obbligazionario tendenzialmente debole, con rendimenti decennali americani in direzione 4.35% e corrispettivi tedeschi proiettati verso il 2.45%, a fronte di uno spread Btp-Bund in lieve salita verso i 130 punti base.

Moneta unica in parziale recupero e al test di 1.09 mentre, in tema di commodities, il petrolio non pare troppo convinto di evolvere oltre i 70 dollari, lasciando intendere che la crisi del Medio Oriente sia, tutto sommato, ancora sotto controllo e che le vie diplomatiche possano ancora avere voce in capitolo nella gestione del conflitto (anche se, secondo voci dell'ultim'ora, l'Iran starebbe predisponendo un nuovo attacco contro Israele).



DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.