



REInnovation

REAL VALUE, REAL INNOVATION, REAL ESTATE

Gli impatti della pandemia nel breve e medio periodo

REInnovation Lab Webinar Series

Implications of the Current Economic Crisis on Commercial Real Estate

Manish Srivastava

Visiting Associate Professor at MIT, and Clinical Associate Professor at NYU

Milano, 29 aprile 2020

“La crisi causata dal Covid-19 ha un impatto più immediato di quella osservata nella GFC (Global Financial Crisis) ma sarà associata a un recupero molto più rapido che potrebbe riportare i livelli di produzione al loro trend di lungo periodo nel giro di qualche anno. Un fattore di rischio di lungo periodo è però causato dall’eccesso di liquidità e di debito che i policy-maker stanno immettendo nel sistema economico. Il real estate dovrebbe beneficiare di questa situazione perché rappresenta un asset concreto e riconoscibile, anche se a livello settoriale dovrà fare fronte a numerose variazioni legate al cambiamento dello stile di vita e dei comportamenti delle imprese e dei consumatori”. Questa la sintesi della riflessione che **Manish Srivastava**, Dual Master Degree a MIT e **Clinical Associate Professor of Real Estate Finance and Investments presso la New York University e Visiting Associate Professor a MIT**, ha espresso ai partecipanti alla REInnovation Lab Webinar Series, una serie di Forum finalizzata a comprendere le implicazioni economiche di breve e medio periodo della pandemia.

Il REInnovation Lab, una piattaforma di ricerca e formazione nata per iniziativa di **SDA Bocconi School of Management e Assoimmobiliare**, finanziata dai principali player internazionali dell’industria del real estate come **BNP Paribas RE Italy, CBRE, Colliers International, Cushman&Wakefield, Deloitte, Duff&Phelps, Generali Real Estate, GVA Redilco, JLL, PWC, e Sigest**, ha l’obiettivo di contribuire all’evoluzione del settore creando un «laboratorio» di conoscenza indipendente in grado di rielaborare i dati primari e le esperienze dei diversi player dell’industry trasformandoli in strumenti operativi. La serie su “gli impatti della pandemia nel breve e medio periodo” ha l’obiettivo di raccogliere e dibattere “in tempo reale” le opinioni di accademici, policy-maker e Chief in merito alle dinamiche e alle interrelazioni dal punto di vista economico, strategico e finanziario con particolare focus sugli impatti nel real estate. La formula di discussione moderata con l’obiettivo di trattare precisi pilastri dello specifico special seminar, prevede una struttura fortemente interattiva di dibattito.¹

Sollecitato da **Andrea Beltratti**, Full Professor nel Dipartimento di Finanza dell’Università Bocconi, Ph.D. a Yale, e Direttore assieme ad **Alessia Bezzecchi**, Associate Professor of Practice Corporate Finance e Real Estate SDA Bocconi, del REInnovation Lab, il Prof. Srivastava ha presentato argomenti e risposto a varie domande dei partecipanti sugli strumenti di policy usati per gestire la crisi e il loro impatto di breve, medio e lungo periodo sul real estate, con particolare attenzione al mercato americano ma avanzando riflessioni di portata generale. “Il real estate dovrà trasformarsi per venire incontro ai trend rilevanti nel lungo periodo, tra cui soprattutto quello della sostenibilità ambientale” ha affermato in chiusura il guest speaker, che tra l’altro conosce bene la SDA Bocconi School of Management per il suo ruolo di docente nell’ambito dell’Executive Master in Finance.

La crisi del Covid19 nel breve e nel lungo periodo

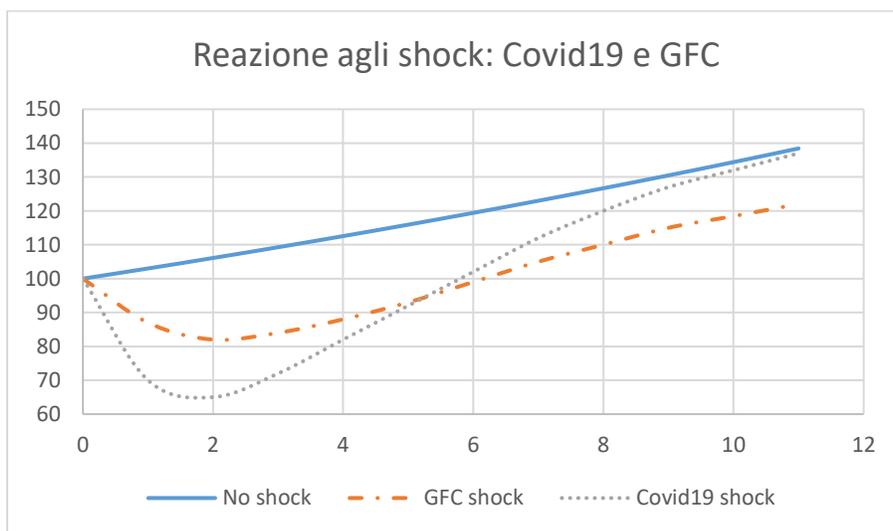
“Come valuta lo shock causato dalla comparsa del Covid19?” chiede Beltratti. La risposta si basa sintetizza studi e analisi condotti in ambito universitario e presso gli analisti delle principali istituzioni finanziarie: “Lo shock è di un ordine di grandezza visto raramente nella storia economia moderna, e può essere utile confrontarlo con lo shock della GFC per metterlo meglio in prospettiva. Ci sono differenze tra le due crisi sia in termini di impatto immediato sul livello di produzione sia nella presumibile dinamica successiva di ritorno al tasso di crescita di lungo periodo.

¹ Qualsiasi dato proveniente da fonti esterne viene puntualmente attribuito agli autori. Il documento corrente è finalizzato a puri scopi di discussion accademica e non deve essere utilizzato per scelte di investimento.

Dal punto di vista dell'impatto, la GFC richiese tempo per sprigionare i suoi effetti negativi". "E' vero" conferma Beltratti "si iniziò a parlare di mutui subprime nei primi mesi del 2007 quando una grande banca internazionale lanciò un profit warning proprio a causa della sua esposizione al mercato dei mutui negli Stati Uniti, e ci volle un anno e mezzo per osservare il suggello di quella crisi, vale a dire il fallimento della banca d'investimento Lehman Brothers". Continua Srivastava "La crisi del Covid-19 ha un impatto immediato. Negli Stati Uniti in poche settimane i disoccupati sono arrivati a 30 milioni, e in Europa i dati dimostrano una riduzione trimestrale del PIL del 5% per l'inizio dell'anno, nonostante la 'normalità' di gennaio. In Cina gli indicatori giornalieri misurati in tempo reale hanno evidenziato una caduta del 50% nei giorni successivi alla chiusura della città di Wuhan. Secondo BlackRock (si veda How large is the coronavirus macro shock? Elga Bartsch, Jean Bovin e Philipp Hildebrand, BlackRock Investment Institute, Aprile 2020, disponibile a <https://www.blackrock.com/us/individual/insights/blackrock-investment-institute/global-macro-outlook>) le stime degli analisti in merito alla contrazione del PIL nel secondo trimestre del 2020 per gli USA sono comprese tra -15% e -62%, molto peggiori del peggior trimestre della storia rilevato nel 1958 che comportò una contrazione di 10%". "Certo, diversi paesi reagiscono in modo diverso anche a causa della eterogenea composizione di produzione" continua Srivastava "tra i settori più impattati troviamo education, vacanze, trasporti. Nel Regno Unito il 28% del PIL è prodotto dai settori più esposti, e i numeri per altri paesi sono rispettivamente 24% per la Spagna, 21% per l'Italia, 18% per gli Stati Uniti, 17% per la Germania, 16% per la Francia".

"Dal punto di vista del lungo periodo" continua il Professore di NYU "la GFC ha comportato danni permanenti perché il tasso di crescita dell'economia si è riportato al livello di trend solo dopo vari anni, mentre possiamo sperare che "this time is different" e che lo shock economico causato dal Covid-19 possa essere riassorbito con la famosa 'ripresa a V', senza un danno economico di lungo periodo". Per sintetizzare il pensiero dell'economista americano possiamo utilizzare un grafico che confronti l'andamento economico senza shock (la linea continua), quello seguente allo shock della GFC (la linea tratteggiata) e quello seguente allo shock del Covid-19 (la linea a segmenti):

Figura 1



Fonte: elaborazione REInnovation Lab

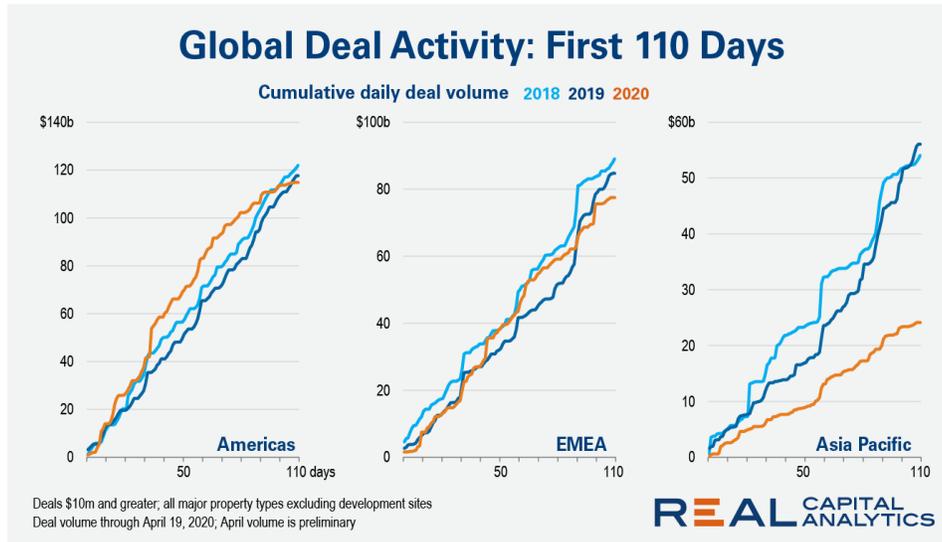
“L’impatto di breve periodo è davanti agli occhi di tutti grazie ai dati che cominciano a confermare gli scenari più pessimistici (un benchmark ovvio ma efficace è che un’economia ferma per tre mesi perde il 25% della produzione annua), ma quali sono secondo lei le motivazioni per ipotizzare tali differenze nella ripresa?” chiede il moderatore. “Le differenze sono legate alle differenze sia nella risposta di policy sia nella situazione del settore privato” risponde senza esitazione Srivastava. “La risposta di policy è stata immediata. Negli Stati Uniti il Congresso ha superato le divisioni interne tra democratici e repubblicani con una imponente manovra fiscale che ammonta a quasi un quinto del PIL. Il pacchetto CARES (Coronavirus aid, relief, and economic security act) del valore di circa 3.000 miliardi di dollari, lancia una rete di protezione non tanto alle istituzioni finanziarie (come era stato fatto nel 2008) quanto a individui e piccole imprese mediante un payment protection plan per le piccole aziende del valore di 800 miliardi, senza dimenticare le grandi imprese con fondi per 500 miliardi (oppure con un sistema di crediti fiscali legati ai salari nel caso non beneficiassero del pacchetto CARES), il sistema sanitario con 100 miliardi. Sono ora in discussione trasferimenti dal governo federale a quello locale per aiutare gli Stati maggiormente in difficoltà. Non mi soffermo sugli interventi fiscali in Europa, che sono già stati trattati nel corso dei precedenti interventi di Gros e Giavazzi”. “Anche la politica monetaria si è prodigata, con un intervento della Federal Reserve che espande il suo bilancio e potrebbe arrivare 9.000 miliardi di dollari a fine anno per fornire liquidità alle banche e direttamente alle imprese, e si spinge addirittura nell’acquisto sul mercato secondario di titoli high yield corporate. Se le cose peggiorassero ulteriormente, non escludo che la Fed potrebbe imitare la Bank of Japan e intervenire direttamente con l’acquisto di titoli azionari”.

“E il secondo elemento di differenza?”. “Si tratta del livello di debito del settore privato. La leva finanziaria era molto elevata nel 2007, ma è meno alta oggi, grazie al deleveraging di individui e di istituzioni finanziarie, imposto dall’inasprimento dei requisiti di capitale voluti dai regolatori internazionali. Certamente, preoccupa l’esplosione del debito pubblico: negli Stati Uniti il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo potrà arrivare al 135%, e per l’eurozona si potrà giungere al 110%. Possiamo auspicare che tali rapporti siano erosi dalla forte ripresa che seguirà questi aggressivi interventi di policy”.

L’impatto sulle transazioni di real estate

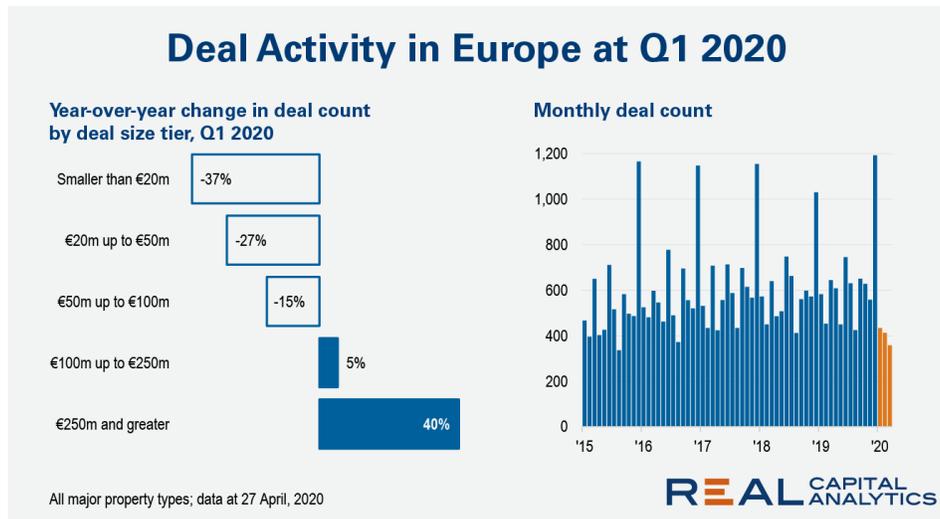
“Quale l’impatto della crisi sul settore del real estate?”. Srivastava risponde prima evidenziando l’eterogeneità di andamento dei prezzi degli asset quotati sui mercati, evidenziando l’aumento di valore degli heaven asset come Treasury e Bund decennali, senza dimenticarsi dell’oro, e le perdite rilevanti che hanno caratterizzato i titoli azionari dei mercati emergenti, particolarmente in paesi come il Sud Africa, il Messico e il Brasile, e soprattutto il petrolio, caduto a picco sui timori di collasso della domanda e rigidità dell’offerta”. “Ci sono ancora pochi dati per valutare l’impatto sul real estate” continua il guest speaker “i dati disponibili, di fonte Real Capital Analytics, si veda <https://www.rcanalytics.com/tag/volume>, si veda la Figura 2, riferiti alle prime 13 settimane dell’anno, sul valore delle transazioni nel commercial real estate evidenziano un forte rallentamento in Asia (-57% rispetto allo stesso periodo del 2019), un calo del 9% in Europa, Medio Oriente e Africa (EMEA) e sostanziale stabilità negli USA (-2% rispetto allo stesso periodo del 2019), anche se nelle ultime settimane, a partire da marzo, molte transazioni che erano state iniziate tempo fa non si sono concluse. Il fenomeno è evidente anche in Europa guardando ai dati sul numero mensile delle transazioni, si veda la Figura 3.”

Figura 2



Fonte: Real Capital Analytics

Figura 3



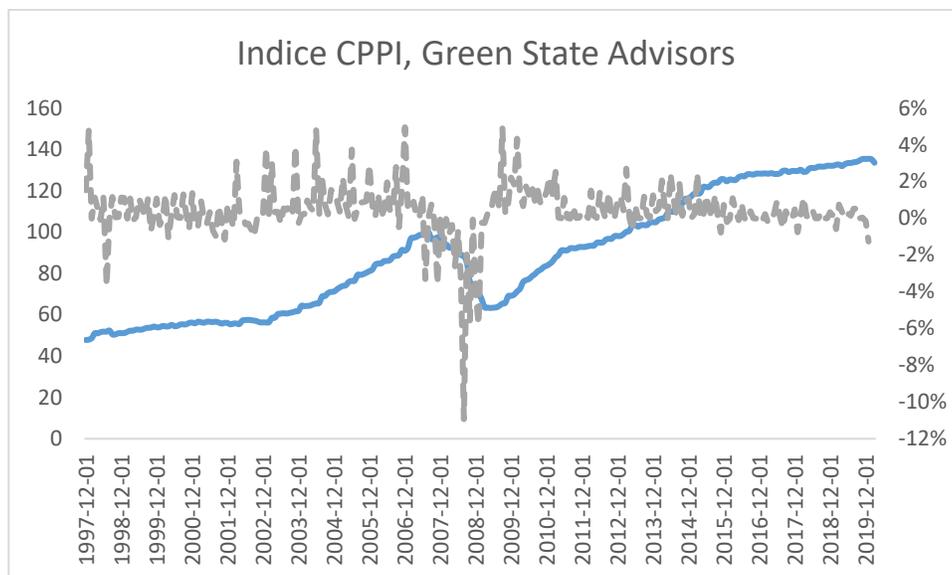
Fonte: Real Capital Analytics

L'impatto sui prezzi del real estate

“Qualche dato in più esiste in merito all'impatto dello shock sui prezzi e sui valori del real estate. Utilizziamo i dati e le analisi di Green State Advisors, che pubblica mensilmente un indice di prezzo delle proprietà dei REITS statunitensi”.

I dati, disponibili dal sito di GSA, indicano l'andamento di lungo periodo evidenziato nella Figura 4:

Figura 4



Fonte: elaborazione REInnovation Lab su dati Green State Advisors

La Figura 4 riporta l'andamento dell'indice dalla fine del 1997 al marzo del 2020 (linea continua) e le variazioni percentuali mensili dello stesso (linea tratteggiata). Si evidenzia la forte caduta legata alla GFC, che da massimo a minimo raggiunse il 36%, e il rendimento di febbraio 2020 pari a -1%.

“L'andamento aggregato nasconde forti variazioni settoriale” nota il Professore “Se consideriamo l'impatto atteso sul NOI (net operating income) troviamo variazioni positive per data center, gaming, tower, mentre tutti gli altri comparti compresi nell'indice di GSA, vale a dire storage, life science, SFR, industrial, office, health care, manufactured home park, apartment, net lease, student, strip, mall, lodging, sono negativi. Si tratta di aspettative molto negative, che forse sono troppo pessimistiche alla luce delle prime evidenze, secondo cui negli Stati Uniti i proprietari hanno comunque ricevuto il pagamento del 90% degli affitti commerciali, mentre nel settore retail il dato è del 75%.”

Le variazioni del valore degli asset nei portafogli dei REIT possono essere confrontati con le variazioni dei prezzi osservate sui mercati. Le serie storiche disponibili per alcuni settori dei REIT degli Stati Uniti (industrial, office, residential, retail, specialized) mostrano andamenti molto negativi come evidenziato dai dati della Tabella 1, che riporta la variazione percentuale tra la fine del 2019 e il 30 aprile 2020 nella prima riga, la variazione percentuale tra il punto di massimo annuale (corrispondente al 20 febbraio) e il 30 aprile 2020 nella seconda riga, nella terza riga la variazione percentuale tra il minimo dell'anno toccato dall'indice S&P500 e il 30 aprile 2020 e nella quarta riga il recupero che teoricamente avrebbe dovuto esserci secondo il “modello di mercato”:

Tabella 1

	S&P500 INDUSTRIAL	S&P500 OFFICE	S&P500 RESIDENTIAL	S&P500 RETAIL	S&P500 SPECIALIZED
YTD sino a 30 aprile 2020	1.77%	-21.23%	-18.09%	-40.88%	6.29%
Dal massimo del 2020 al 30 aprile 2020	-9.34%	-24.85%	-25.58%	-41.97%	-4.58%
Dal minimo del 19 marzo 2020 al 30 aprile 2020	36.61%	18.71%	12.89%	15.88%	16.36%
Recupero teorico	34.71%	25.02%	23.27%	29.12%	22.81%

Fonte: elaborazione REInnovation Lab su dati Datastream, Eikon, Refinitiv

I dati evidenziano la forte volatilità dei REITS nel corso dell'anno, con una performance particolarmente negativa per il settore retail e performance positive da inizio anno per specialized e industrial. I dati mostrano anche quanto forte sia stata la ripresa dai minimi di metà marzo: a fronte di un recupero dell'indice S&P500 del 21% i vari comparti hanno recuperato un po' meno, tranne che per il comparto industrial. Confrontando il contenuto recupero settoriale con i beta di lungo periodo dei comparti (rispettivamente pari a 1,64, 1,19, 1,10, 1,38 e 1,08 misurati con dati settimanali dall'11 maggio 2006 al 30 aprile 2020) che indicano investimenti che variabilità sistemica maggiore del mercato, capiamo quanto siano grandi le preoccupazioni degli investitori. A parte il settore industrial, gli altri comparti non hanno mostrato capacità di recupero pari a quelle che ci si potrebbe attendere dai loro coefficienti beta, con sottoperformance particolarmente negative per residential e retail, la cui crescita dei prezzi dai minimi è stata pari al 50% del livello teorico.

“Gli aggiustamenti di prezzo sui mercati sono interpretabili sulla base di tre elementi” spiega Srivastava “Il primo elemento è appunto il beta, che descrive la tipica sensibilità al mercato, il secondo è l’impatto di breve termine legato alla revisione delle aspettative sul net operating income per il periodo 2020-2022, il terzo può essere interpretato come effetto di lungo periodo. I dati settoriali e le stime di variazione del Net Operating Income di GSA fanno pensare che la maggior parte della reazione sia proprio imputabile alla revisione di lungo periodo delle prospettive dei vari settori, che si rivelano essere particolarmente negativi per strip center, lodging e mall. Confrontando la reazione di mercato con quella teorica, GSA ritiene che nei comparti di tower e data center ci sia stata una reazione eccessivamente ottimistica, ne nei comparti di apartment e student housing una reazione eccessivamente pessimistica”. Le stime riportate nella tabella 1 suggeriscono una conclusione maggiormente a favore dell’eccesso di reazione negativa, dal momento che lo shortfall di “recupero teorico” è ben superiore alla revisione verso il basso del Net Operating Income del 5-10%.

Scenari futuri per il real estate

Quali sono gli scenari futuri? Questa la domanda posta da molti partecipanti al webinar. “Gli elevati livelli di debito rallenteranno la crescita del PIL” sostiene Srivastava “La riduzione del livello dei tassi di interesse aumenta

sia la duration degli asset sia il rischio legato alle future variazioni dei tassi. La riduzione del rendimento medio conseguibile su molte attività finanziarie può diventare meno coerente con l'orizzonte temporale di molti operatori finanziari, ad esempio nel caso del private equity. L'eccesso di debito potrà comunque essere penalizzante per il sistema economico nel suo complesso, e nel giro dei prossimi 10-15 anni sarà necessario trovare il modo di ridurre sia il debito sia la liquidità, riportando al centro gli asset rischiosi maggiormente legati all'economia reale, come appunto il real estate, che potrà beneficiare anche della rilevanza in qualità di collateral in tutte le operazioni di finanziamento."

"Un webinar passato ha considerato l'evoluzione delle città, facendo riferimento al lato virtuoso dell'agglomerazione, consistente nella costruzione di network di scienziati e ricercatori che riescono ad aumentare la loro creatività e i loro risultati proprio a causa della maggior facilità di interazione nelle 'città superstar' come New York e San Francisco. Il coronavirus potrà cambiare questa situazione?" chiede Beltatti sintetizzando varie domande del pubblico. "Il coronavirus potrà cambiare le cose in maniera importante per le città e per il real estate. Il processo di urban densification osservato negli ultimi decenni sarà soggetto a critica e ripensamento. L'aumento dello smart working in tutto il mondo sperimentato in questo inizio di 2020 avrà conseguenze di lungo periodo e porterà a meno pendolarismo da parte di persone che potranno invece lavorare da casa, con impatti positivi sull'allocazione del tempo, la produttività e anche sull'ambiente. Le città verranno valutate dagli investitori internazionali anche sulla base della loro capacità di fare fronte agli effetti più negativi della pandemia. La governance della città, e la capacità di fare risposte integrate alle nuove esigenze della collettività e ai cambiamenti nelle supply chain e negli stili di vita, sarà di fondamentale importanza per determinare fenomeni di emigrazione/immigrazione di massa" osserva Srivastava. E sul tema della sostenibilità, sollecitato da una domanda specifica, osserva: "La sostenibilità veniva considerata come add-on ma deve diventare una parte essenziale nel futuro. La sostenibilità deve essere inclusa nel design dell'edificio. Occorre erogare maggiore formazione sulla sostenibilità, sia per gli architetti sia per gli studenti di Master, al fine di creare una coscienza per edifici sostenibili" osserva con orgoglio il guest speaker, architetto di formazione in India.

E' Silvia Rovere, Presidente di Assoimmobiliare e Amministratore Delegato di Morgan Stanley Real Estate SGR, a formulare l'ultima domanda: "I flussi finanziari internazionali sono stati spesso determinati nella storia recente da investitori con orizzonte di breve periodo. Nel futuro potremo avere un ruolo più significativo da parte degli investitori pazienti?". La risposta di Srivastava è positiva: "Certamente, nel futuro il capitale proverrà in misura sempre maggiore dall'Asia, grazie all'accumulazione di risparmio e ricchezza finanziaria che ci sarà in quel continente, e dai fondi sovrani, che già oggi dispongono, come il settore del private equity, di munizioni rilevanti sotto forma di liquidità pronta ad essere impiegata verso le destinazioni in grado di creare maggior valore nel lungo periodo."

Beltratti conclude il webinar, ringraziando il Professor Srivastava per la capacità di fornire uno schema logico in grado di guidarci in questo shock: dalla dimensione della caduta, alle prospettive di ripresa, dalla risposta di policy ai rischi dell'eccesso di debito, dalle informazioni disponibili su prezzi e transazioni nel real estate, alla dinamica dei prezzi dei REITS. Tante informazioni su cui riflettere e che possono essere di grande importanza per gli operatori. "E' bello vedere che i pillar della ricerca del REInnovation Lab, tra cui la sostenibilità e le interrelazioni tra settore immobiliare e struttura produttiva delle corporate, siano continuamente citati dai nostri speaker quali elementi di fondamentale interesse per la ricerca e la comprensione dei driver dell'industry del real estate."