

# MA IL MATTONI DARA ANCORA BUONI RENDIMENTI



**Alice Brehenev**  
HENDERSON GI  
HEAD OF PROPERTY RESEARCH

**Secondo gli esperti di Henderson Global Investors vi sono molte ragioni perchè i ritorni dell'immobiliare, seppure non eccezionali come negli ultimi anni, possano essere significativi nel medio e lungo periodo**



**Patrick Sumner**  
HENDERSON GI  
RESPONSABILE DEL DESK  
AZIONARIO IMMOBILIARE

**U**na crescita costante nel lungo periodo e rendimenti stabili sono state le principali caratteristiche del mercato immobiliare, sia residenziale che commerciale, negli ultimi anni. Ma fino a quando potrà durare questo andamento? Nonostante i moniti dei più pessimisti, che ritengono che la bolla del mercato immobiliare sia sul punto di scoppiare, vi sono molte ragioni per credere che i rendimenti annuali, benché non eccezionali come negli ultimi anni, saranno comunque sufficienti a garantire ritorni significativi nel medio e nel lungo periodo. Ecco le previsioni di Alice Brehenev e Patrick Sumner (nelle foto), responsabili del settore in Henderson Global Investors.

## PREVISIONI PER SEGMENTI DI MERCATO

Innanzitutto, il segmento **commerciale** non è affatto in stallo; vi sono infatti diverse opportunità sia nel Regno Unito che nel resto d'Europa. Ad esempio, riteniamo che il mercato

degli **uffici** nel centro di Londra sia ancora ben lontano dal picco del ciclo di crescita degli affitti. In Europa continentale, le prospettive sono ancor più brillanti: l'elevata richiesta di proprietà immobiliari ad uso commerciale, e la compressione dei redditi che ne deriva, determinano una situazione simile a quella che si è verificata nel Regno Unito negli ultimi anni. Il contesto economico-aziendale appare positivo, a fronte di una crescita globale dell'occupazione, degli stipendi e della spesa per consumi. In Repubblica Ceca ed in Polonia, la crescita economica sostenuta e un regime di tassi di interesse favorevole stanno attirando il flusso di investimenti dall'estero. Se a questo si aggiunge la scarsa correlazione tra i diversi Paesi, ciascuno in una diversa fase del ciclo degli affitti, il risultato è un continente caratterizzato da mercati ben differenziati tra loro, che offre un ottimo potenziale in termini di rendimenti futuri.

Inoltre, riteniamo che l'outlook relativo ai tassi di interesse non dovrebbe dissuadere potenziali nuovi investitori. In generale vi è l'erata percezione che tassi più elevati incidano negativamente sulle valutazioni degli immobili. Questa regola potrebbe essere valida per i prezzi degli immobili ad uso residenziale, in determinate fasi, ma non è necessariamente vero per gli immobili ad uso commerciale: poiché generalmente i tassi crescono in seguito a spinte inflazionistiche e ad accelerazioni della crescita economica, questi stessi fattori impatteranno positivamente anche sui rendimenti offerti dal segmento retail.

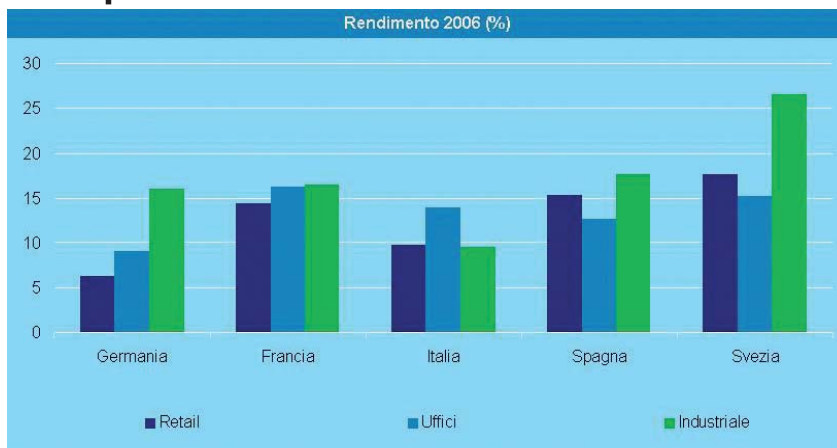
## Opportunità nel commerciale e negli uffici

Infatti, per quanto riguarda l'investimento diretto in immobili commerciali, nei prossimi due-tre anni prevediamo un ritorno medio dell'8% annuo: questo risultato tiene conto di un rendimento iniziale del 5,5-6% e di un incremento del reddito pari al 2-2,5% nel lungo termine.

In questo contesto le società immobiliari, che utilizzano la leva finanziaria, realizzano operazioni di sviluppo e altre attività che creano valore, potranno offrire rendimenti compresi tra il 12 e il 15%, principalmente attraverso la crescita del NAV (net asset value). Per queste società non prevediamo incrementi significativi dei corsi (ad esempio, cambi del rapporto prezzo/NAV o dei multipli), tranne per alcuni dei titoli a più larga capitalizzazione che beneficiano della nuova struttura fiscale derivante dall'introduzione dei REIT.

A livello globale, la crescita nel mercato immobiliare retail ha registrato un rallentamento graduale, in linea con le aspettative. A causa del raffreddamento del mercato residenziale e della forte crescita che si è avuta in passato, il mercato degli immobili commerciali continuerà probabilmente a registrare ritmi di crescita più moderati, che pur rimarranno in linea con l'andamento della crescita del Pil. Gli immobili ad uso commerciale offriranno quindi rendimenti sicuri nel lungo

## Le performance del mercato immobiliare nel 2006



L'andamento dei diversi segmenti del mercato immobiliare in alcuni dei principali Paesi europei. Fonte: Henderson Global Investors.

termine, ma nel breve vi saranno maggiori opportunità nel segmento degli uffici, in particolare a Londra e Parigi, mercati al momento molto interessanti. Certamente in altre parti del mondo alcuni mercati (come Shanghai e Hong Kong) presentano ritmi di crescita più sostenuti, ma sono anche caratterizzati da elevata volatilità.

In un'ottica di lungo periodo, il segmento retail offre ancora interessanti opportunità, specialmente nei grandi shopping centre, dove vige un regime di quasi monopolio.

## PREVISIONI PER AREA GEOGRAFICA

Focalizzandosi sulle performance del settore immobiliare nei Paesi dell'Europa a 15 nel 2007, prevediamo che i rendimenti saranno in media del 13,4%. In dettaglio, in **Germania**, un clima economico favorevole e una percezione più positiva da parte degli investitori fanno prevedere rendimenti elevati nel 2007, pari all'11,3%.

Per quanto riguarda il **Regno Unito**, per il 2007 prevediamo performance pari al 9,1%. In **Francia** il rendimento per l'intero settore immobiliare è stimato pari al 16%. Per quanto riguarda l'**Italia**, si prevede un rendimento annuo medio del 6,7% circa nei cinque anni successivi al marzo 2007 e si calcola che sarà maggiore nel settore commerciale, con una percentuale pari all'8,4%.

Opportunità di investimento: immobiliare diretto, property equities e REITs

Ma quali sono le reali opportunità per gli investitori ancora interessati ad approfittare di questi trend? Le strade percorribili sono principalmente due: l'investimento diretto, acquistando un immobile, oppure l'investimento indiretto, investendo in azioni di società immobiliari o acquistando quote di fondi immobiliari.

## Quanto renderà l'immobiliare nei prossimi tre anni



Paese per Paese, ecco le previsioni di Henderson Global Investors sul rendimento del settore immobiliare nei prossimi tre anni.

Investire direttamente nell'immobiliare è la via più classica a disposizione degli investitori che intendono avvicinarsi al mattone, e l'idea di avere un asset materiale è di fatto attraente per molti. Tuttavia, è facile sottovalutare il livello di coinvolgimento personale necessario per l'acquisto di immobili da affittare a uso residenziale e commerciale, dato che il ruolo di proprietario di immobili è più simile alla gestione di una vera e propria attività economica che al semplice investimento. Tra coloro che investono in immobili commerciali, alcuni preferiscono evitare di assumere un ruolo così impegnativo. Inoltre, per i privati e le istituzioni più piccole diversificare l'investimento immobiliare tramite investimenti diretti è un obiettivo spesso difficile da raggiungere. Il problema principale è costituito dall'entità degli investimenti necessari per costruire un portafoglio diversificato: è difficile diluire il rischio attraverso un portafoglio di molti asset diversi se ciascuno di essi richiede forti capitali.

### I VANTAGGI DEI FONDI

Sono perciò evidenti i vantaggi derivanti dalla proprietà indiretta di immobili rispetto all'investimento diretto. L'investimento necessario è di gran lunga inferiore, le quote o le azioni sono più liquide e gli investitori possono crearsi un portafoglio diversificato con relativa facilità. I fondi immobiliari rappresentano la soluzione migliore per gli investitori che cercano una modalità efficiente per investire nei mercati dell'immobiliare, mantenendo tuttavia una maggiore diversificazione e una gestione attiva. I gestori di fondi più capaci possono sfruttare le inefficienze di prezzo che si verificano prima che gli investitori non specializzati portino i prezzi in linea con le valutazioni corrette. Con l'arrivo nel Regno Unito e in Germania, e a breve anche in Italia, dei Real Estate Investment Trust (REIT), il numero di opportunità per i fondi azionari immobiliari è destinato a crescere.

Spesso le azioni immobiliari sono state criticate perché la loro performance è legata ai trend dei mercati azionari, il che implica che si com-

portano in maniera troppo simile alle azioni e non come gli immobili sottostanti. Al fine di mitigare gli effetti della doppia tassazione (le tasse versate a livello aziendale e quelle pagate dagli investitori sui dividendi che ricevono), molte società immobiliari hanno cercato di reinvestire l'utile e, come conseguenza, il rendimento da dividendo è stato una parte poco importante del rendimento totale. Inoltre, a causa di ciò le performance a breve termine delle azioni immobiliari hanno risentito maggiormente dell'andamento a breve termine del mercato. Perciò, gli investitori desiderosi di diversificare i loro portafogli con asset a maggior rendimento e aventi una bassa correlazione con le azioni sono stati scoraggiati dall'investimento in azioni immobiliari dalle correzioni dei mercati azionari e dal loro impatto sulle azioni o quote immobiliari. I REIT sono destinati a cambiare il panorama del settore degli investimenti immobiliari, come è già successo negli Usa, negli altri paesi del G8 e in un'ampia parte dell'Europa. Rendono infatti disponibile un investimento liquido con il quale è facile aumentare o diminuire l'esposizione all'immobiliare senza dover costruire un portafoglio di asset immobiliari fisici.

### DAI REIT PIÙ DIVIDENDI

Uno degli aspetti più importanti dei REIT è che le società destinano una quota maggiore dei loro flussi di cassa ai dividendi. Nel Regno Unito e in Germania, le società che si convertono alla struttura dei REIT non pagano l'imposta societaria, ma accettano di destinare agli azionisti il 90 per cento dei proventi.

Per questo motivo i REIT saranno più strettamente correlati agli asset immobiliari sottostanti e meno ai mercati azionari. I dividendi saranno un elemento importante del rendimento totale, ma vi saranno ancora spazi per una crescita patrimoniale. Gli investitori privati potrebbero dunque avvicinarsi al settore numerosi, per la prima volta, in concomitanza con il lancio dei REIT e con l'incremento dei dividendi. ■

**“ E' facile sottovalutare il livello di coinvolgimento personale necessario per l'acquisto di immobili da affittare a uso residenziale e commerciale, dato che il ruolo di proprietario di immobili è più simile alla gestione di una vera e propria attività economica che al semplice investimento ”**