

L'investimento immobiliare all'estero: strategie per una diversificazione geografica

An international diversification strategy for Italian real estate investors

Maurizio Grilli, Simone Roberti, Bnp Paribas Real Estate Research

Keywords

Investimento immobiliare, diversificazione internazionale, teoria di portafoglio

Jel codes

G11, R31, G15

La teoria del portafoglio è stata ampiamente usata nel settore immobiliare per provare i supposti benefici della diversificazione internazionale all'interno di un portafoglio. Questi studi indicano che gli investitori razionali dovrebbero scegliere gli asset per costituire un portafoglio che ottimizzi il rendimento per un determinato livello di rischio. L'obiettivo di questo paper è di sottolineare i vantaggi della diversificazione internazionale, guardando sia agli aspetti teorici che pratici. Le serie storiche sui rendimenti dei principali mercati europei sono analizzate per valutare le caratteristiche di rendimento e il profilo di rischio dei vari mercati. In questo modo, verrà determinata la frontiera dei portafogli efficienti.

The modern portfolio theory has been widely used in the field of real estate investments in order to prove the hypothetical benefits of international diversification within a portfolio. The analysis confirms the benefits of an internationally-oriented real estate strategy for an Italian investor.

1. Introduzione

La teoria moderna di portafoglio è stata ampiamente utilizzata nel settore degli investimenti immobiliari allo scopo di provare gli ipotetici benefici della diversificazione internazionale all'interno di un portafoglio. La suddetta teoria si basa sui lavori di Harry Markowitz, normalmente riferiti come teoria moderna del portafoglio «Modern Portfolio Theory (Mpt)». Questi lavori indicano che un investitore razionale dovrebbe scegliere gli asset in modo da costituire un portafoglio che ottimizzi la rendita per un determinato livello di rischio. L'obiettivo di questo paper è di sottolineare i vantaggi della diversificazione internazionale nell'ambito degli investimenti nel settore immobiliare, cercando di avere un occhio di riguardo sia per gli aspetti teorici che per quelli pratici. Le serie storiche dei rendimenti (total returns) dei principali mercati europei sono

analizzate in questa sede allo scopo di valutare le caratteristiche di rendimento e il profilo di rischio dei vari mercati. In questo modo, viene determinata la frontiera dei portafogli efficienti.

2. Gli investimenti cross-border in Europa

Negli ultimi cinque anni, gli investimenti cross-border in Europa sono cresciuti in maniera significativa in parallelo alla ripresa del settore immobiliare. Gli investimenti cross-border in Europa sono tuttora in fase crescente e rappresentano circa il 45% del totale, un livello comunque inferiore al picco raggiunto all'apice del ciclo precedente nel 2007 (figura 1). Mentre una parte di questi investimenti è il risultato di allocazioni tattiche, è opinione comune tra gli investitori internazionali che il principale obiettivo dell'investimento all'estero sia piuttosto di tipo strategico, ovvero il miglio-

Figura 1

Investimenti cross-border nel real estate commerciale europeo

FONTE: BNPP RE RESEARCH

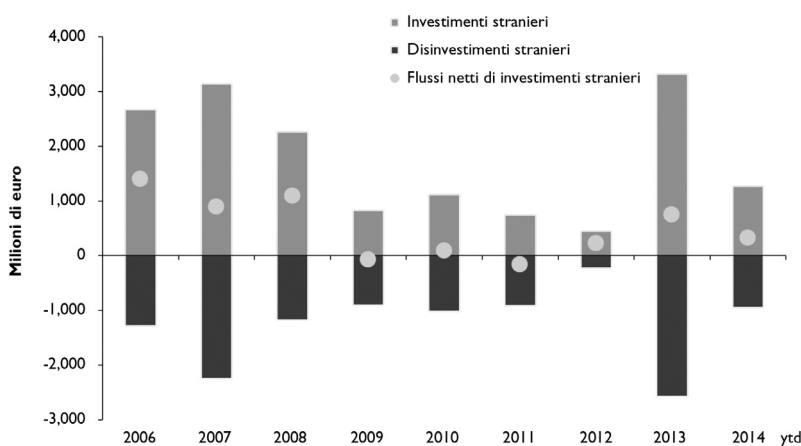
mento del profilo di rischio di un portafoglio prettamente domestico.

La ripresa del mercato italiano ha coinciso con il ritorno degli investitori stranieri che nel 2013 hanno investito 3,3 miliardi di euro su un totale di 4,8 miliardi di euro. È altrettanto interessante osservare quanto sia stato disinvestito dagli stessi, cioè 2,6 miliardi di euro (figura 2). Questo ha coinciso con un ricambio degli operatori di mercato, con l'apparizione di attori nuovi e generalmente caratterizzati da un profilo di rischio più elevato. L'attività maggiore degli operatori stranieri rispetto a quelli italiani è anche legata al fatto che questi hanno realizzato principalmente investimenti in Italia negli ultimi anni (il 98% dell'asset allocation

immobiliare delle sgr) e non possono quindi accettare una perdita che non potrebbe essere compensata da una plusvalenza all'estero. Al contrario, alcuni investitori stranieri possono accettare di iscrivere a bilancio una perdita in Italia che verrebbe compensata da una plusvalenza in un altro paese in quanto i loro asset fanno parte di un portafoglio pan-europeo.

Investire all'estero non è, tuttavia, esente da rischi. *In primis*, bisogna tenere in considerazione il rischio paese che può aumentare significativamente il rischio di portafoglio. Per esempio, alcuni paesi emergenti pongono delle clausole stringenti nel caso di investimenti stranieri. Inoltre, gli aspetti fiscali dei diversi paesi obiettivo devono essere gestiti accuratamente. In questo senso, la conoscenza locale gioca un ruolo molto importante nel determinare il grado di successo di una strategia di investimento. Una presenza locale è inoltre auspicabile poiché permette all'investitore straniero di accedere alle stesse informazioni e di avere le stesse opportunità degli attori locali. Il rischio di cambio è un'altra variabile da considerare e, se necessario, gestire attraverso procedure di hedge. Infine, gli aspetti legali (ad esempio, la durata dei contratti) variano da paese a paese e hanno un impatto sulla redditività degli investimenti.

Figura 2

Investimenti e disinvestimenti stranieri in Italia

FONTE: BNPP RE RESEARCH

3. Le ragioni per la diversificazione internazionale

La letteratura in materia di diversificazione internazionale nel settore immobiliare è piuttosto scarsa. Le performance degli asset, in questo caso degli immobili, sono legate alla situazione economica locale. Questo significa che i rendimenti degli immobili appartenenti alla stessa tipologia all'interno di un Paese tendono a muoversi nella stessa direzione in quanto sono influenzati da fattori simili. In un mercato internazionale, i fattori

comuni tendono a essere meno importanti mentre i fattori di diversità acquistano più rilevanza. Questo dovrebbe comportare un certo grado di diversificazione dei fattori critici di performance all'interno di un portafoglio di investimenti. L'analisi delle condizioni di mercato dell'ultimo decennio suggerisce che il costo derivante dal mancato investimento all'estero sia in aumento, tenuto conto della progressiva globalizzazione del mercato. Al giorno d'oggi, esistono almeno tre argomenti importanti che provano che la diversificazione geografica cross-border può offrire maggiori potenzialità di crescita all'investitore:

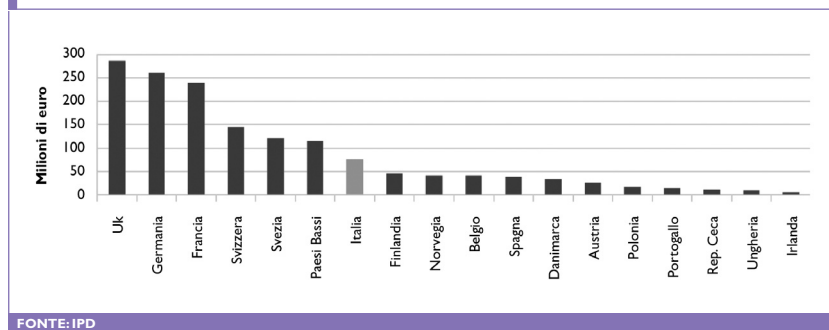
- a. la possibilità di investire in mercati più grandi e più liquidi;
- b. la gamma di opportunità associata a rendimenti potenzialmente più alti;
- c. la riduzione del rischio di portafoglio.

Le dimensioni del mercato europeo. Sebbene l'Italia sia un mercato immobiliare grande e profondo, rappresenta soltanto una parte marginale del mercato immobiliare globale (ed europeo). La quota italiana del Pil europeo è circa il 12% mentre la sua quota del valore del mercato immobiliare investibile è stimata intorno al 5%¹. La figura 3 mostra che il 95% del mercato immobiliare si trova al fuori dai confini nazionali. Ne deriva che gli investitori italiani hanno a disposizione opportunità molto più grandi rispetto al loro mercato domestico.

Lo stock di prodotto investibile in Italia, le imperfezioni strutturali di numerosi mercati internazionali, il rischio di

Figura 3

Dimensioni stimate del mercato immobiliare istituzionale

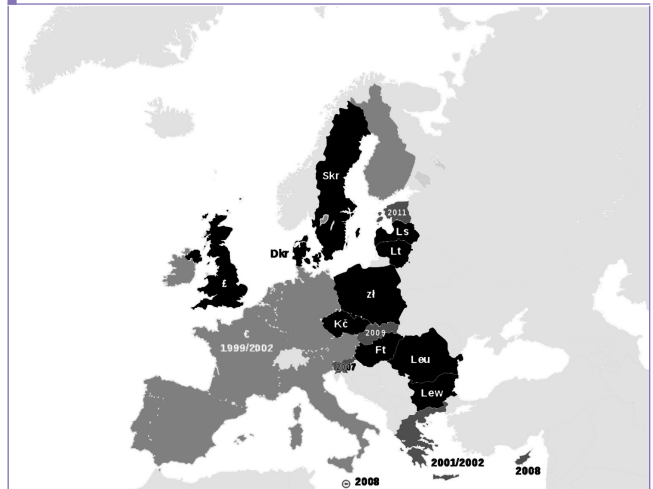


FONTE: IPD

¹ Dati Ipd. Si considera investibile un mercato di una qualità accettabile per un investitore istituzionale.

Figura 4

L'Eurozona



FONTE: WIKIMEDIA

I paesi membri dell'Eurozona sono indicati in grigio: in scuro i membri fondatori e in medio con l'anno quelli che hanno adottato l'euro in seguito. In nero sono evidenziati i paesi non-membri con il simbolo della loro valuta.

cambio e la propensione degli investitori istituzionali italiani a indebitarsi internamente sconsigliano un'esposizione internazionale troppo elevata. Tuttavia, allo scopo di massimizzare i benefici dell'investimento cross-border, gli investitori hanno bisogno di una sostanziale allocazione, allo scopo di minimizzare i costi derivanti da questo tipo di investimento.

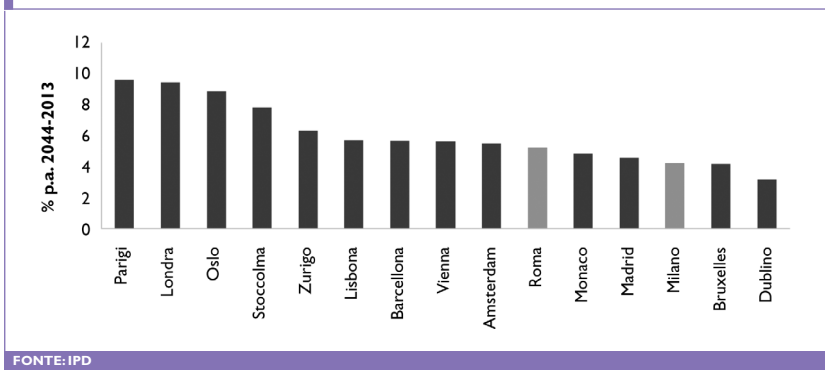
Il processo d'integrazione in corso da molti decenni in Europa e, soprattutto, la creazione dell'Eurozona (figura 4) hanno notevolmente ridotto il rischio di cambio e reso più

facile per l'investitore italiano posizionarsi nel mercato europeo. Inoltre, i paesi dell'Unione europea non membri dell'Eurozona si ritrovano spesso con una valuta ancorata all'euro, attenuando pertanto i rischi di oscillazione del cambio. Pertanto, un investitore italiano potrebbe investire in un paese dell'Eurozona senza dover gestire questo tipo di rischio.

La gamma di opportunità. Un altro argomento a favore dell'investimento all'estero è rappresentato dall'enorme gamma dispo-

Figura 5

Total return storici (tutti i settori di investimento)



Fonte: IPD

bile di opportunità al di fuori del mercato domestico con conseguente possibilità di rendimenti superiori a quelli che si possono ottenere all'interno del proprio mercato d'origine. Il mercato europeo è vasto e offre una gamma di prodotti che vanno dal core, al value-added sino al puro opportunistico. I diversi tassi di crescita demografica e di sviluppo economico dei paesi europei costituiscono uno dei motivi principali di questa molteplicità di opportunità. La figura 5 illustra la storia dei diversi total return conseguiti in diversi mercati immobiliari europei². Come si può notare, la performance storica di città come Parigi e Londra è stata ragguardevole mentre Dublino ha mediamente performato peggio di Roma o Milano. Tuttavia, bisogna aggiungere che la performance di Dublino è stata caratterizzata da un'altissima volatilità durante il periodo considerato, ossia da periodi di ottime performance seguite da un crollo verticale a seguito della crisi. Quest'ultimo punto ci permette di sottolineare che il timing dell'investimento è molto importante, specialmente nel mercato immobiliare che è caratterizzato da un grado di liquidità notevolmente inferiore a quelli obbligazionari e azionari.

La diversificazione. Esiste un consenso diffuso tra gli investitori che la giustificazione più importante per l'investimento all'estero derivi dalla possibilità di ridurre il rischio di portafoglio. Tecnicamente, il beneficio derivante dall'esposizione a dei mercati internazionali dipende dai rendimenti attesi degli stessi mercati, dalla loro volatilità e dalle correlazioni incrociate tra i rendimenti dei mercati che compongono il portafoglio. Le correlazioni sono piuttosto stabili nel lungo periodo e sono di norma più alte tra mercati

di una stessa regione, rispetto a quelle tra mercati appartenenti a diverse regioni geografiche.

Come mostrato nella tavola 1, le correlazioni tra i rendimenti di Milano o Roma e di altri mercati esteri variano notevolmente. Si evince dall'analisi che gli investitori italiani godrebbero di un beneficio a investire a Monaco di Baviera, a causa del coefficiente di correlazione negativo, ma anche in altre città, come Londra, Stoccolma, Dublino e anche Parigi, dove i coefficienti di correlazione sono bassi. I coefficienti di correlazione sono più alti nei casi di Amsterdam e Madrid ma non sono eccessivi. Da questo segue che l'investimento all'estero permetterebbe all'investitore italiano di incrementare il rendimento corretto per il rischio di un portafoglio immobiliare normalmente investito solo in Italia.

4. La teoria moderna di portafoglio nel mercato immobiliare

La teoria moderna di portafoglio (Mpt)³ è diventata uno strumento molto utilizzato per identificare le allocazioni a diversi mercati immobiliari da detenere in un portafoglio.

Tavola 1

Correlazioni tra i rendimenti (total return) nelle città italiane ed estere (settore uffici)

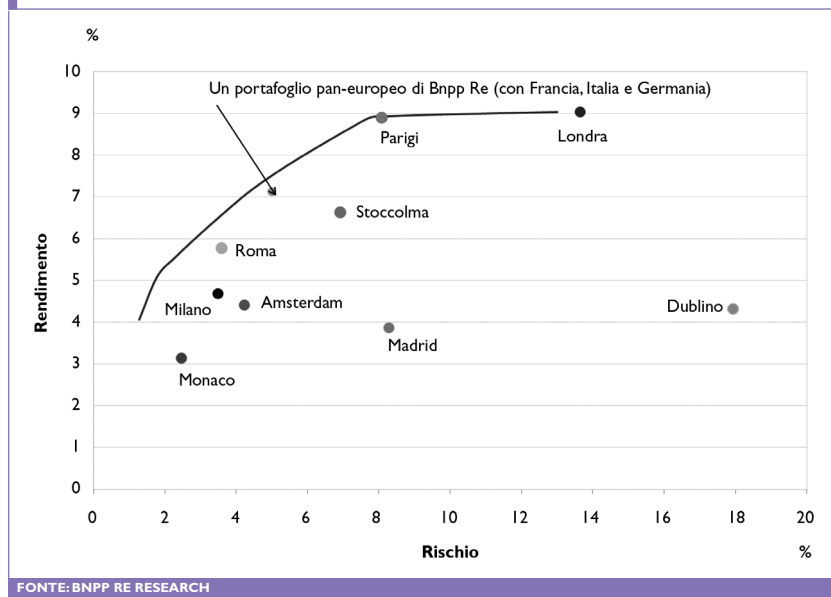
	Amsterdam	Dublino	Londra	Madrid	Milano	Monaco	Parigi	Roma	Stoccolma
Milano	0,7	0,4	0,1	0,7	1,0	-0,5	0,5	0,9	0,2
Roma	0,6	0,2	0,0	0,5	0,9	-0,5	0,3	1,0	0,0

Fonte: IPD

² Questo grafico mostra la performance media su un orizzonte di 10 anni.

³ La procedura classica di ottimizzazione è basata sul modello di ottimizzazione media-varianza introdotto dal Premio Nobel 1990 Harry Markowitz nel suo paper del 1952 intitolato «Portfolio Selection».

Figura 6

Frontiera efficiente e portafogli ottimali (settore uffici)

FONTE: BNPP RE RESEARCH

L'ipotesi cruciale di questo modello è basata sul fatto che il rischio di portafoglio viene ridotto quando si investe in immobili presenti in mercati dove i coefficienti di correlazione tra i rendimenti dei diversi mercati sono negativi o positivi ma bassi. È altresì importante sottolineare che i fattori specifici di mercato sono parimenti rilevanti. In particolare, caratteristiche come l'uso dell'immobile, la location, la tipologia del conduttore, la struttura del contratto, la grandezza dell'immobile, la sua età, ecc. sono molto importanti allo scopo di determinare la performance del singolo asset. Il modello consente di determinare la percentuale ottimale da assegnare a ogni mercato allo scopo di ottenere il rendimento più elevato per un determinato livello di rischio, misurato dalla volatilità del portafoglio. Tramite diverse iterazioni di questo processo si può determinare la frontiera

efficiente del portafoglio. I portafogli situati lungo la frontiera efficiente sono i più diversificati, mentre la scelta finale di dove posizionarsi dipende dal livello di rischio accettabile da parte dell'investitore.

Utilizzando i dati in nostro possesso⁴, abbiamo creato una serie di portafogli ottimali (figura 6). Tutti i portafogli sulla frontiera efficiente risultano superiori (in senso di rendimento-rischio) a quelli al di sotto di essa. Ne consegue che, in un contesto pan-europeo, un'allocazione solamente italiana non è ottimale. Dei risultati migliori in termini di rendimento corretto per il rischio possono essere ottenuti tramite l'investimento di quote di portafoglio in Francia e in Germania, oltre che in Italia, come si può vedere nella figura 6.

5. Conclusioni

La nostra analisi mostra che limitando gli investimenti a un solo paese, nel caso specifico l'Italia, l'allocazione di portafoglio non risulta ottimale. Infatti, tramite l'utilizzo della teoria moderna di portafoglio e investendo in mercati al di fuori dei confini nazionali, è possibile massimizzare il rendimento di un portafoglio per un determinato livello di rischio. Pertanto, in un mondo sempre più globalizzato è importante saper cogliere le varie opportunità offerte. Tuttavia, questo richiede all'investitore di avere accesso a capacità e competenze internazionali, allo scopo di permettergli di investire efficientemente in mercati dove le dinamiche sono comunque diverse rispetto a quelle del proprio paese. ■

⁴ Fonte Ipd.