

**Investire con il Sole.** Tra speculazione e volatilità

## Ritorno al mattone nell'era dei tassi zero

Carrer, Degli Innocenti, Franceschi e Valsania ▶ pagina 2

# Investire con il Sole

IL SETTORE **IMMOBILIARE**

### Trend favorevole

Dalla crisi dei mutui americani in Italia c'è stato un calo del 40% nelle compravendite e i prezzi sono diminuiti

# RITORNARE AL MATTONE NELL'ERA DEI TASSI ZERO

Prezzi in calo, mutui bassi e agevolazioni fiscali favoriscono chi compra

**Andrea Franceschi**

Un bene tangibile e spesso più facilmente comprensibile anche da chi non è avvezzo ai labirinti della grande finanza, il mattone è da sempre una delle destinazioni di investimento predilette dai risparmiatori. Soprattutto in Italia dove il mito della casa di proprietà resta vivo e inossidabile. Nonostante l'investimento immobiliare abbia una serie di peccati non da poco come la sua illiquidità o il grado di rischio spesso non facilmente percepibile

(si pensi a un inquilino moroso o a spese straordinarie non preventivate). E nonostante la crisi abbia messo in discussione la presunta solidità di questa tipologia di investimento. Non bisogna dimenticare che la crisi che stiamo vivendo ancora oggi è nata dal mattone. Negli Stati Uniti, dove l'erogazione scriteriata di mutui a creditori poco solvibili ha dato origine al bubble dei mutui subprime. E anche in Europa dove lo scoppio di bolle immobiliari ha messo in ginocchio Paesi come l'Irlanda e la Spagna costringendoli a chiede-

re aiuto all'Europa per mettere in sicurezza il sistema creditizio.

In Italia non c'è stata - per fortuna - una bolla immobiliare. Ma il mercato ha indubbiamente sofferto la crisi. Le quotazioni sono molto scese anche perché c'è stato un netto calo delle compravendite (-40% per il residenziale e -50% per le imprese) per via del fatto che le banche, negli anni dello spread impazzito, non erogavano credito. Oggi le condizioni di accesso ai prestiti bancari sono nettamente migliorate.

Gli sforzi di Mario Draghi e

della Bce per incentivare il finanziamento a famiglie e imprese hanno iniziato a dare i loro frutti. Basti pensare che, stando all'ultimo rapporto di Nomisma sul mercato immobiliare, il totale dei mutui erogati in Italia è passato da 24,1 miliardi del 2013 ai 41,2 miliardi del 2015 con una stima sul 2016 di 47,5 miliardi.

Un exploit dettato dai tassi agevolati e da una maggiore propensione delle banche a fare credito a famiglie e imprese. Famiglie e imprese che garantiscono maggiori margini di guadagno rispetto, ad esempio, agli assai po-

co redditizi titoli di Stato.

Questo aumento delle erogazioni di mutui, inizialmente frutto del boom delle surroghe, si è andato accompagnando ad un aumento delle compravendite (+17% nei primi tre mesi del 2016). Un aumento dei volumi che tuttavia non è andato di pari passo con un aumento dei prezzi. «La ripresa del mercato delle compravendite di abitazioni - segnala sempre Nomisma - stenta a propagarsi ai prezzi, mettendo così in di-

scussione l'evidenza storica che individua in circa due anni il ritardo con cui i valori di mercato reagiscono all'aumento degli scambi».

Poco favorito in questa fase è quindi chi vende che, specialmente se ha comprato prima della crisi, ha scarsissime probabilità di recuperare il capitale investito.

Meglio se la passa chi vuole comprare che, oltre al già citato contesto favorevole sul fronte mutui, può contare sui benefici fiscali previ-

sti per le ristrutturazioni edilizie.

Certo, se la si guarda nell'ottica del lungo periodo, questa stagnazione dei prezzi degli immobili qualche preoccupazione, anche a chi compra, dovrebbe darla. Specialmente se lo fa nell'ottica di rivendere in futuro. Perché se i prezzi nei prossimi anni non saliranno si riducono anche le possibilità di guadagno, rivendendo la casa a prezzo maggiorato. In questo senso il mercato **im-**

**mobiliare** riproduce, mutatis mutandis, le logiche di altri mercati. Ad esempio quello obbligazionario i cui rendimenti sono bassi (se non negativi) perché bassa è la dinamica inflazionistica.

Da questo punto di vista chi investe nel mattone, se nell'immediato ha tutto l'interesse a che i prezzi restino bassi, nel medio-lungo periodo dovrebbe sperare in una ripresa dell'inflazione che gli garantisca una rivalutazione dell'immobile.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Le parole chiave

### Deflazione

● L'inflazione si ha quando i prezzi aumentano. La deflazione è il suo contrario: la riduzione del livello assoluto dei prezzi. La deflazione a sua volta può essere «buona», quando la diminuzione dei prezzi è dovuta ad abbondanza di offerta. Basti pensare alle riduzioni dei prezzi dei Pc o agli effetti della liberalizzazione delle tlc. Oppure può essere «cattiva», quando è dovuta a bassa domanda. Questa ultima complica la politica monetaria, perché per stimolare l'economia bisogna spingere i tassi d'interesse sotto lo zero.

### Reit

● I Real estate investment trust (Reit) sono fondi immobiliari quotati in Borsa. Nel settembre del 2010 questi strumenti di investimento per i risparmiatori hanno compiuto i cinquant'anni di età. Nati negli Stati Uniti per favorire lo sviluppo del settore **immobiliare** attraverso la raccolta di risparmio, i Reit hanno ottenuto negli Stati Uniti un livello di tassazione estremamente favorevole sui profitti realizzati. Pertanto, dovendo pagare una tassazione di favore, i Reit sono in grado di distribuire un dividendo elevato rispetto agli utili ottenuti.

### CASA BENE RIFUGIO

In Italia si torna a investire.

Il totale dei mutui erogati negli ultimi anni è aumentato dai 24,1 miliardi del 2013 ai 41,2 miliardi del 2015

# Negli Usa il settore è ai livelli pre-crisi

Marco Valsania

NEW YORK

■ **L'immobiliare** americano, con il mercato del lavoro e i consumi, è oggi tra i perni della ripresa economica e dà fiato alle prospettive degli investimenti nel settore sia in proprietà che in titoli. Ormai da maggio l'indice dei prezzi S&P CoreLogic Case Shiller delle principali 20 città ha messo in luce valori tornati sui livelli del 2007, pre-crisi. E in luglio le nuove costruzioni hanno fatto segnare un aumento del 2,1% al livello annuale di 1,211 milioni di unità, vicino ai massimi della ripresa.

A differenza del passato boom finito male, però, il mercato appare agli analisti più equilibrato, frutto di un riscatto basato su progetti considerati sostenibili grazie a prestiti meno facili per i costruttori e condizioni finanziarie più severe per gli acquirenti. I passaggi di proprietà, soprattutto le più care, avvengono oggi spesso dietro caparre del 50% e le banche richiedono garanzie molto più solide del passato alle società costruttrici.

«Le indicazioni sono incoraggianti, il recupero sta prendendo slancio», ha commentato Millan Mulraine di TD Securities. L'unica regione vittima di una flessione nei nuovi progetti è stata il mese scorso quella occidentale. L'accelerazione maggiore è avvenuta nel Nordest, con un'impennata del 15,5 per cento.

Il recupero coinvolge aree tra le più colpite proprio durante la crisi, città quali Miami, Las Vegas e Phoenix. Nella metropoli della Florida gli incrementi dei prezzi sono i maggiori dal 2006. Il progetto di condominio di lusso Residences by Armani/Casa, decollato in marzo sulla Sunny Isles Beach, ha già venduto il 65% delle 308 unità distribuite su 56 piani a prezzi che variano da 2 a 15 milioni di

dollari. La penthouse, che sarà pronta solo l'anno prossimo, offre anche l'incentivo di un viaggio in Italia e di un incontro con Giorgio Armani.

A Las Vegas, intanto, reduce da crolli del 60% tra il 2006 e il 2012, i prezzi sono lievitati di oltre il 10% per tre anni consecutivi e la fascia più alta del mercato ha a sua volta ritrovato smalto con le vendite di abitazioni di valore superiore al milione di dollari raddoppiate negli ultimi dodici mesi. A Phoenix il rincaro annuale è stato del 12 per cento. Forti incrementi vengono riscontrati in un altro epicentro del collasso, la California.

Anche in Borsa i titoli legati **all'immobiliare** corrono seppur tra trepidazioni sui rischi di nuove correzioni al ribasso. I fondi specializzati Reits, i Real Estate Investments Trusts, si avvantaggiano del rilancio delle proprietà commerciali e dei generosi dividendi. Sono infatti tenuti a versare il 90% dei profitti in cedole per evitare di pagare imposte sul reddito e il loro rendimento è stato tipicamente del 3,6%, il doppio del mercato, nel caso degli equity Reits, quelli che possiedono direttamente immobili, e del 10,9% per i mortgage Reits, che detengono i mutui. Stando al loro indice settoriale hanno nettamente battuto quest'anno la performance dell'indice S&P 500 con rialzi del 9,8% rispetto al 6,7 per cento. E se sono valutati più della media, vale a dire a multipli degli utili di 19,6 contro il 17,1 dell'indice, restano tuttora ampiamente al di sotto del 24,2 che avevano raggiunto ai picchi del 2007. Credit Suisse vede così almeno tre Reits - si tratta di General Growth Properties, Retail Properties of America e Forest City Realty Trust - in grado di portare in tasca agli investitori ulteriori guadagni del 13% nel prossimo anno.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

# Londra comincia a pagare per Brexit

Nicol Degli Innocenti

LONDRA

■ Per il mercato **immobiliare** britannico Brexit ha due facce: da una parte della medaglia è crisi, la fine della festa dopo anni di rapido aumento della domanda dei grandi investimenti e dei prezzi. Dall'altra parte però Brexit è un'opportunità da sfruttare, dato che il voto a favore dell'addio all'Ue ha portato a un calo della sterlina favorevole per gli acquirenti stranieri, con un inevitabile diminuzione delle quotazioni.

L'impatto negativo sul settore è stato immediato e si fa ancora sentire. È notizia di questi giorni che il fondo sovrano norvegese, il più ricco del mondo con 880 miliardi di dollari in cassa, ha volontariamente svalutato del 5% il suo portafoglio **immobiliare** britannico da 5 miliardi in seguito al voto.

I prezzi degli immobili commerciali in luglio, il mese dopo il referendum, sono scesi del 2,8%, il calo più pronunciato dai tempi della crisi nel 2009, secondo l'Ipd Real Estate Index. La società di rating Moody's prevede una flessione del 10% dei valori del settore.

Il valore delle transazioni immobiliari in Gran Bretagna nel primo semestre è crollato del 45% a 29,5 miliardi di euro, mentre a Londra il calo è stato del 52% a 14 miliardi di euro.

Il declino è stato particolarmente pronunciato nella capitale perché il settore uffici è considerato a rischio, per il timore che molte grandi banche e società finanziarie decidano di trasferire almeno parte dei loro uffici e dipendenti in un Paese Ue facendo crollare la domanda. Il futuro ruolo della City è incerto, e colpisce anche il settore affitti, che conta sul successo di Londra come calamita per i lavoratori stranieri.

Il governatore della Banca d'Inghilterra dopo il voto ha avvertito che il settore immobiliare è un "fattore di rischio" per l'economia britannica. La reazione immediata di molti

investitori è stata il panico. Un terzo delle compravendite già negoziate è sfumato.

In luglio i maggiori fondi immobiliari britannici hanno sospeso i rimborsi agli investitori in seguito a un'impennata delle richieste di riscatto che ha portato a un insostenibile calo di liquidità. In totale, secondo l'Investment Association, i piccoli investitori in un mese hanno ritirato 3,5 miliardi di sterline dai fondi, una cifra mai toccata.

La vendita di asset per far fronte alle richieste di riscatto porterà a un probabile calo dei prezzi e della fiducia nel settore. L'incertezza però sta creando opportunità di acquisto per gruppi di private equity e società Usa, mediorientali e asiatiche, che scommettono sul fatto che Londra resterà un grande centro finanziario globale anche fuori dalla Ue.

Il settore residenziale sembra resistere meglio all'impatto di Brexit, ma i prezzi a Londra hanno rallentato la loro ascesa. Secondo i dati ufficiali del Land Registry, i prezzi delle case nella capitale sono aumentati dello 0,17% in giugno, portando l'aumento annuale al 12,6 per cento. A Kensington & Chelsea, il quartiere più chic e costoso, i prezzi sono scesi del 3,5%, risvegliando l'interesse degli acquirenti stranieri.

Le agenzie immobiliari parlano di un aumento del 50% delle richieste di acquisto nei quartieri centrali della capitale nell'ultimo mese da parte di stranieri decisi a "fare un affare" sfruttando il calo della sterlina contro le maggiori valute dopo il referendum.

«La nostra previsione - spiega Richard Snook, senior economist di PriceWaterhouseCoopers a Londra - è che l'aumento dei prezzi delle case in Gran Bretagna rallenterà del 3% quest'anno e dell'1% nel 2017. Se la Gran Bretagna avesse votato a favore di restare nella Ue, i prezzi delle case nel 2018 sarebbero più alti dell'8 per cento».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

# A Tokyo real estate ad alto rendimento

**Stefano Carrer**

TOKYO. Dal nostro corrispondente

■ Chi va in vacanza a Tokyo e vuole subito immergersi in una atmosfera giapponese – sia pure quella di un Giappone turistico – si reca già il primo giorno all'Oedo Onsen Monogatari sull'isola artificiale di Odai-ba: uno stabilimento termale che è anche una sorta di parco divertimenti, dove si indossa una yukata e si cammina in una ricostruzione della vecchia "Edo", l'antico nome della capitale giapponese.

Un segnale della vivacità del settore immobiliare è che, probabilmente per la prima volta al mondo, Oedo Onsen Holdings – che fa capo al gruppo americano di private equity Bain Capital – sta lanciando un fondo di investimento immobiliare (J-Reit) esclusivamente orientato verso gli stabilimenti termali. Gli "onsen" in Giappone sono una istituzione: ora potranno essere anche una scelta di investimento. La società cederà al fondo nove "onsen" con stabili prospettive di utile e utilizzerà i proventi per comprare e ristrutturare altri "onsen" che poi saranno ceduti al fondo.

L'interesse degli investitori anche internazionali per i Reit (Real estate investment trust) è testimoniato dalla loro performance, mediamente positiva anche quest'anno attorno al +5% (che si quadruplica tenendo conto del fattore valutario), nonostante un calo della Borsa nipponica di oltre il 16 per cento.

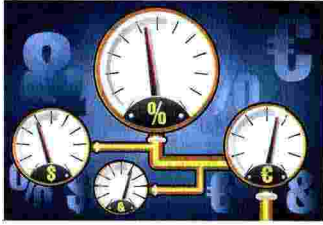
È un risveglio legato alle condizioni create dalla politica ultraespansiva della Banca del Giappone. I tassi di interesse a livelli infimi da un lato beneficiano il comparto riducendo le spese per gli interessi sul debito, dall'altro inducono gli investitori a cercare rendimenti al di fuori dei bond, rendendo attraente la prospettiva dei dividendi offerti dai Reit. Non solo: la banca centrale compra direttamente Reit per un ammontare annuale di 90 miliardi di yen

(circa 820 milioni di dollari), contribuendo a sostenerne i corsi. Di una dozzina di Reit, la BoJ è diventata un investitore importante, con una quota superiore al 5 per cento. Certo alcuni analisti e investitori sono rimasti delusi perché a fine luglio la BoJ ha deciso di raddoppiare gli acquisti di ETF a 6 mila miliardi di yen l'anno ma di confermare l'attuale tetto agli acquisti di Reit. Così l'inizio di agosto è stato difficile per il comparto. Ma, paradossalmente, la persistenza di una debole congiuntura complessiva (nel secondo trimestre il Pil giapponese ha in sostanza registrato una crescita zero) e l'accoglienza poco entusiasta della manovra di stimoli fiscali annunciata dal governo Abe continuano a giocare in favore del settore: la mancanza di una convinzione diffusa sulla ripresa dell'economia, insomma, diventa un incentivo a detenere o comprare Reit contando sui loro dividendi.

Una ricerca del quotidiano Nikkei ha indicato che nella prima metà di quest'anno 27 dei principali J-Reit hanno offerto il maggior ammontare di sempre in dividendi: 113,4 miliardi di yen (circa 1,1 miliardi di dollari) grazie agli incrementi dei proventi da affitti e ai maggiori tassi di occupazione delle superfici disponibili. L'investimento nei trust immobiliari si è rivelato più redditizio di quello in gran parte delle singole grandi società immobiliari.

Non manca chi avverte sui rischi di un surriscaldamento del settore e su alcuni segnali di debolezza sottostante (ad esempio in tema di vendite di nuove unità residenziali). Anche gli investitori in Reit, infine, sono timorosi per le incognite riguardanti i prossimi sviluppi della strategia della Banca del Giappone, che ha annunciato una sibillina valutazione complessiva degli effetti delle sue politiche in tempo per il prossimo meeting decisionale del 20-21 settembre.

RIPRODUZIONE RISERVATA



UMBERTO GRATI

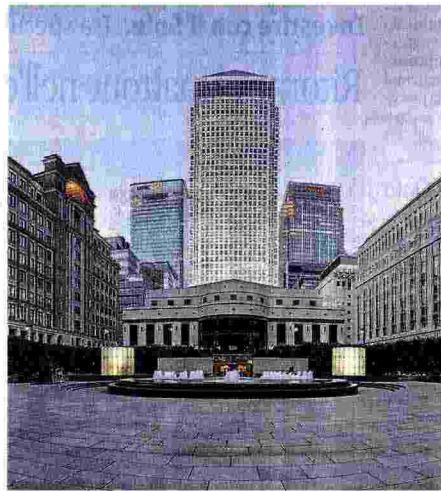
**Stati Uniti.** A Miami il maggiore aumento nei prezzi

**Regno Unito.** Si riducono gli investimenti e calano i prezzi

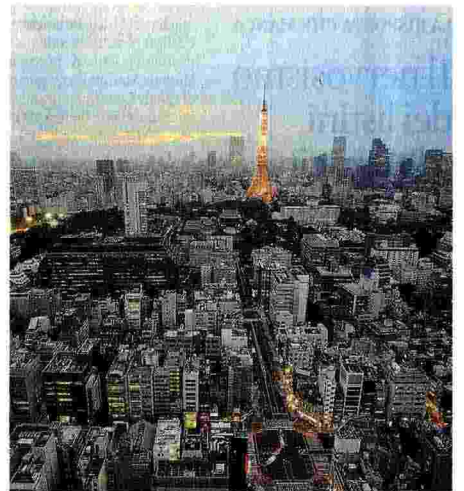
**Giappone.** Gli investitori puntano sui fondi immobiliari



**Il boom di Miami.** Il progetto Residences by Armani/Casa



**La City.** Il distretto finanziario di Canary Wharf



**Effetto Boj.** In Giappone la ripresa con gli stimoli della banca centrale



UMBERTO GRATI

