

**I PARTE****FONDI IMMOBILIARI E REIT IN EUROPA E NEL RESTO DEL MONDO****1. INTRODUZIONE**

Il mondo si muove ovunque velocemente, nonostante le differenze molto marcate.

Il 2018 era iniziato con ritmo sostenuto per l'economia globale, spinta dalla crescita della produzione manifatturiera e degli scambi commerciali dell'anno precedente. Dalla stagnazione del Pil mondiale nel 2009, che si evidenziò immediatamente negli Stati Uniti (meno 2,5 per cento) con il crollo dei relativi mercati immobiliari, e nella zona euro (meno 4,5 per cento), in particolare per Uk e Spagna che si trovarono con un mercato azionario dimezzato e un settore immobiliare compromesso, la lenta ricrescita, divenuta forza propulsiva nell'ultimo triennio, ha portato nel mercato statunitense il Case-Shiller, indicatore a carattere nazionale che misura i prezzi delle case unifamiliari nelle venti principali aree urbane del paese, a superare nel corso del 2018 i valori massimi precrisi.

La spinta è però durata fino alla scorsa estate quando la fiducia degli investitori sulle prospettive economiche è andata affievolendosi, liberando il campo ai timori e alla conseguente incertezza che ha guidato i mercati finanziari fino ai primi mesi del 2019.

La crescita mondiale si è attestata al 3,6 per cento, in lieve rallentamento rispetto alle previsioni per motivi congiunturali e strutturali. Il kanji scelto in Giappone come simbolo del 2018 è il "disastro", a livello mondiale gli eventi naturali avvenuti nel paese del Sol levante, come in tutto il sud-est asiatico, sommati a quelli economici in altre parti del pianeta, tra cui la forte frenata dell'industria automobilistica in Europa, hanno contribuito a rallentare il commercio internazionale, e i risultati del 2019 saranno strettamente legati ai temi del protezionismo e alle scelte operate dalle banche centrali.

L'Organizzazione mondiale del commercio nel costante aggiornamento del World trade outlook indicator, come sintesi delle indicazioni che storicamente sono state anticipatrici delle dinamiche del commercio mondiale, include, oltre agli ordini direttamente dichiarati dal campione mondiale di imprese analizzate, i movimenti aerei e portuali, il commercio mondiale di materie agricole, di automobili e componenti elettroniche. Dopo un 2017 e un 2018 particolarmente favorevoli, con la crescita del commercio mondiale a tassi medi prossimi al quattro per cento, i dati del secondo trimestre 2019 non sono positivi. Nello stesso tempo il perdurare dell'andamento rispetto ai primi tre mesi dell'anno in corso rincuora rispetto all'assenza di particolari tendenze sia verso la crescita che verso la diminuzione, e le quantità del commercio mondiale sono sostanzialmente stabili rispetto al corrispondente trimestre del 2018.

La guerra commerciale per conquistare il primato nella tecnologia 5G e il caso scatenato dalle limitazioni di vendita negli Stati Uniti dei prodotti del secondo gruppo al mondo nel settore degli smartphone è destinato a lasciare il segno, anche per il sostanziale appoggio non solo dell'opinione pubblica ma della politica americana: non risulta infatti che il Partito democratico abbia sollevato critiche, se non di forma, o che la stampa abbia affrontato il tema con particolare fervore. Sul fronte opposto, le maggiori reazioni potrebbero venire dai tagli agli acquisti di gas naturale da parte di Pechino e delle limitazioni all'esportazione verso gli Usa delle "terre rare", il gruppo di diciassette metalli strategici, di cui la Cina è il maggiore produttore mondiale (circa 120mila tonnellate su 170mila nel 2018), la cui importanza è andata crescendo negli ultimi anni perché utilizzati nelle industrie hi-tech e green.

Il Pil dei paesi avanzati è cresciuto negli scorsi 12 mesi del 2,2 per cento. La lieve decelerazione è dovuta in particolare alle difficoltà già evidenziate del Giappone, più 0,8 per cento contro il più 1,9 del 2017, e in maniera lieve a quelle del Regno Unito, più 1,4 per cento verso il più 1,8 per cento del 2017. Viceversa, gli Stati Uniti hanno visto un ulteriore incremento dell'economia, la cui crescita ha sfiorato i tre punti percentuali rispettando le previsioni del Fondo monetario internazionale (più 2,9 per cento da confrontare

con il più 2,2 per cento del 2017). La crescita ha riguardato anche l'inflazione, attestata a dicembre 2018 più due per cento, con forti differenze fra i diversi Paesi.

L'incremento del Pil negli Usa è il più alto negli ultimi dieci anni. A sostenerlo sono serviti buoni consumi interni, leggermente rallentati ma sempre positivi, accelerazione degli investimenti delle aziende per la conseguente produzione, rinforzati dalla riforma della tassazione entrata in vigore a inizio anno, e il saldo positivo import-export. Lo shutdown imposto dall'amministrazione centrale è costato uno 0,3 per cento di Pil ma gli investimenti pubblici dei singoli Stati e dei comuni hanno più che compensato il risultato negativo.

La dinamica del lavoro continua nella curva di decrescita positiva, con un tasso di disoccupazione sceso ad aprile 2019 a nuovi minimi dal 1969, 3,6 per cento, dopo il già positivo andamento del 2018 con un numero di senza lavoro al 3,8 per cento. I settori trainanti sono i servizi in tutte le loro sfaccettature e le costruzioni, oltre al pubblico impiego. Dall'altro lato continua inesorabile il calo di forza lavoro nel mondo del retail, che sta soffrendo la terza flessione consecutiva solo considerando l'anno in corso.

Prezzi e salari non sono andati di pari passo, per i primi l'inflazione non ha superato il due per cento su media annua, coerente con l'obiettivo della Banca centrale, i secondi sono saliti nello stesso periodo del tre per cento, ma in tutto questo gli americani con impieghi marginali o sottoccupati sono rimasti stabili, evidenziando ambiti di difficoltà ancora da affrontare.

Si è ridotta all'1,4 per cento la crescita dell'economia del Regno Unito, dopo 1,8 per cento del 2017. L'esaurirsi dell'effetto positivo sulle esportazioni del deprezzamento della sterlina e la debolezza degli investimenti per l'infinita attesa di Brexit (per la quale il governo inglese ha ottenuto dal Consiglio europeo due rinvii, il primo al 12 aprile, il secondo al 31 ottobre) ha pesato sul più importante mercato europeo.

Fra le maggiori incognite per il Giappone è, ancora una volta, la difficoltà di prevedere la politica futura, fino a ora non convenzionale, della banca centrale per i prossimi anni. Il rallentamento dell'economia visibile nella debole dinamica dei prezzi è conseguenza del dimezzamento dei consumi privati, di quelli delle imprese e del rallentamento delle esportazioni. Nonostante un tasso di disoccupazione sotto il 2,5 per cento, i salari sono poco correlati all'ampiezza del mercato del lavoro per ragioni legate alla necessità di stabilità di parte della popolazione e all'elasticità dell'offerta per la popolazione più anziana e per le donne.

Nel giro di pochi anni molte delle economie asiatiche sono passate dall'essere completamente dipendenti dall'innovazione e inventiva di prodotto proveniente dai paesi occidentali, all'essere all'avanguardia non solo nella produzione di tecnologie ma nella loro ideazione e implementazione. Oggi l'invecchiamento della popolazione è tema che coinvolge anche questi paesi e i loro mercati immobiliari. Alcuni, come l'India, l'Indonesia e le Filippine, godono ancora di una popolazione giovane e di una forza lavoro in crescita ma, oltre al Giappone, molte altre economie come la Corea e la Thailandia corrono il rischio di "invecchiare prima di diventare ricche".

Il Pil cinese è cresciuto meno che negli ultimi 25 anni. Il 6,6 per cento di variazione positiva è dipeso, oltre che dai già citati problemi legati al commercio mondiale, dalla frenata negli investimenti in infrastrutture e in maniera meno evidente dalla stretta normativa messa in atto dalla fine del 2017 per unificare le norme della gestione degli asset e per limitare le attività del cosiddetto settore bancario ombra.

L'India continua ad essere l'economia a più rapida crescita al mondo. La variazione del Pil per il 2018 si è attestata al più 7,4 per cento. Ancora una volta sono stati gli investimenti in infrastrutture, cresciuti in 12 mesi del venti per cento, a trainare il sistema. Il miglioramento diffuso delle condizioni economiche della popolazione ha spinto al rialzo i consumi.

L'economia dell'America Latina è cresciuta in media solo poco più dell'un per cento a causa della debole performance di paesi come l'Argentina, il Brasile, il Messico e l'Uruguay. Il risultato medio non racconta la grande diversità di esiti che stanno ottenendo i Paesi del continente. Il clima di incertezza politica fino all'autunno e la crisi finanziaria che ha colpito le maggiori regioni dell'area hanno influito negativamente sulle prospettive del Brasile. Il Real si è indebolito, la crescita dell'inflazione (più 3,7 per cento) è stata limitata, e i mercati finanziari hanno accolto la vittoria di Jair Bolsonaro, con la speranza che il programma

economico del ministro dell'economia Paulo Guedes possa essere avviato. La prima prova interna per il nuovo governo sarà la necessaria riforma pensionistica che essendo riforma costituzionale richiede tre quinti dei voti in entrambe le Camere del congresso.

Non c'è pace per l'Argentina. A maggio 2018 il Paese è ricorso al Fondo monetario internazionale con un accordo triennale per cinquanta miliardi di dollari con l'obiettivo di rassicurare gli investitori sulla capacità di far fronte ai crescenti interessi sul debito e di limitare la svalutazione. Dopo pochi mesi, è stata concordata un'estensione della linea di credito fino a oltre i 57 miliardi di dollari entro il 2021. La svalutazione del Peso, di circa il cinquanta per cento negli ultimi dodici mesi, ha prodotto aumento della disoccupazione e impennata dell'inflazione.

Repubblica Dominicana e Panama hanno avuto crescita annue dell'economia importanti, nonostante il perdurare di problemi di ordine interno. Nel 2019 gli sviluppi maggiori nella regione sono previsti per il Paraguay, per il Perù e il Cile.

Gli investimenti in infrastrutture sono stati il driver per la crescita dell'economia russa nel 2018, più 2,3 per cento, e la base di lancio per il 2019. Questi sommati al rialzo dei corsi petroliferi hanno arricchito le finanze pubbliche. Il deprezzamento del Rublo è coinciso con la crescita dell'inflazione che negli ultimi mesi dell'anno ha raggiunto il quattro per cento (2,9 sui dodici mesi), sopra il tasso obiettivo della Banca centrale.

Nell'area euro i mercati finanziari hanno mostrato di reagire negativamente alla poca chiarezza sulle politiche economiche dei singoli stati e del peggioramento del quadro congiunturale. I premi per il rischio, misurati come differenziale fra i rendimenti dei titoli decennali di stato e quelli tedeschi sono saliti, complessivamente, moderatamente con ampie differenze nei Paesi.

In questo scenario, appare sempre più necessaria una riforma della governance europea perché le azioni messe in atto negli scorsi mesi hanno prodotto progressi limitati. I primi mesi del 2019 hanno fatto intravedere una crescita più sostenuta per l'Europa dopo che nel corso del 2018 la crescita del Pil è diminuita, attestandosi a più 1,9 per cento. L'inflazione continua a essere modesta, 1,8 per cento.

L'attività industriale ha risentito della debolezza del mercato internazionale e nella seconda parte dell'anno le economie tedesca e italiana hanno dovuto assorbire le conseguenze del rallentamento del settore automobilistico dovuto all'entrata in vigore della nuova normativa sulle emissioni inquinanti e del cambiamento delle abitudini a livello globale con flessione della domanda.

Il settore dei servizi a livello mondiale ha continuato a mostrare una maggiore capacità di tenuta rispetto a quello manifatturiero, nonostante una certa volatilità evidenziata dai dati. Il momento positivo del mercato immobiliare di quasi tutte le principali nazioni industrializzate è proseguito.

Il settore uffici si conferma l'asset class dominante sul mercato immobiliare nelle principali economie, e il preferito negli investimenti dei veicoli. Pur essendo un comparto tendenzialmente maturo, quello degli uffici è anche un settore in continua e rapida trasformazione. Il mercato immobiliare corporate del 2018 ha superato le aspettative degli addetti ai lavori che, sia in termini di investimenti, che di affitti e acquisti ad uso diretto, stimavano una leggera frenata del settore rispetto al 2017, chiusosi in modo altamente positivo. L'asticella posta dall'anno precedente è invece stata superata, a livello mondiale, anche se già durante l'ultimo trimestre del 2018 si sono registrati i primi lievi segnali di una tendenza al rallentamento delle attività in tutti i principali Paesi.

Nel mondo, durante il 2018, sono stati affittati circa 43 milioni di metri quadrati ad uso terziario, con un aumento del cinque per cento rispetto al 2017. L'area Apac si conferma leader con una crescita record dei volumi locati del 21 per cento anno su anno. L'Europa ha chiuso il 2018 allo stesso livello del 2017, in quanto la mancanza di offerta ha limitato le opportunità di aumentare l'assorbimento. Negli Stati Uniti si è invece registrata una crescita dei volumi affittati del tre per cento rispetto al 2017.

I canoni a livello globale sono aumentati in dodici mesi del quattro per cento, riscrivendo il risultato del 2017, con incrementi a due cifre per Berlino, Singapore, San Francisco e Madrid.

Nel 2018 il tasso di vacancy si è ulteriormente abbassato, a livello globale, smentendo le previsioni formulate dodici mesi prima. Oggi il vacancy rate mondiale degli spazi ad uso ufficio ha un tasso dell'11,3 per cento, il più basso di quest'ultimo ciclo positivo del mercato. In Europa il vacancy rate è al 6,2 per cento, nelle Americhe si posiziona al 14,7 per cento e nell'area Apac al 10,2 per cento.

La vivacità della domanda ha spinto il settore delle nuove costruzioni, cresciuto a livello globale del 25 per cento. Le previsioni per il 2019 sono di immissione sui mercati internazionali di oltre diciotto milioni di metri quadrati di nuovi uffici.

Il settore del commercio consolida il ruolo di anticipatore delle dinamiche in divenire, l'analisi del comparto si intreccia con le trasformazioni nei consumi e nella società. Sulla base delle tendenze attuali di sconfinamento crescente tra funzioni dell'utilizzo degli spazi, il settore del commercio si trova a dover affrontare per primo questa novità e le dirette ricadute per il real estate nel suo complesso.

Fatte queste premesse il mercato immobiliare dei negozi, a livello globale, resta quello in situazione più delicata. Nonostante il canale dell'e-commerce cresca di anno in anno esso rappresenta sempre una piccola porzione del settore commerciale mondiale. Geograficamente la penetrazione del commercio elettronico varia in relazione alle abitudini dei consumatori e naturalmente al grado di qualità delle connessioni web e della tecnologia a disposizione degli stessi, questo con dirette ricadute sulla dimensione delle superfici della grande distribuzione necessarie alle aree urbane e sui canoni. L'e-commerce sta crescendo molto rapidamente in Cina, ad esempio, dove le voci di costo relative al lavoro o alla logistica sono ancora relativamente basse, mentre è sempre più alta l'adozione di nuovi strumenti tecnologici (mobile device) da parte della popolazione.

In Europa fra il 2018 e il 2019 sono previste nuove aperture di centri commerciali per circa 800mila metri quadrati. Nel resto del mondo, sono avviati cantieri per svariati milioni di metri quadrati, con Dubai e la Cina protagonisti con oltre 1,5 milioni di metri quadrati in fase di sviluppo.

I mercati delle strade commerciali urbane dedicate allo shopping di lusso vivono un momento di mercato a metà fra l'assenza di variazioni e la crescita contenuta. Nelle due Americhe, nel 2018, gli affitti dei negozi di lusso hanno registrato per il 44 per cento dei casi una discesa, per il trenta per cento sono rimasti stabili e per il 26 per cento sono aumentati. La Quinta strada di New York ha perso lo scettro di via del lusso più cara al mondo, lasciando la posizione da leader ad Hong Kong. In Europa il mercato è buono e la polarizzazione diventa sempre più accentuata: da una parte le vie dello shopping di lusso con i loro canoni molto alti e dall'altra tutte le altre arterie urbane dove gli spazi commerciali faticano a volte a trovare un inquilino.

In tutta l'area Emea il trend di crescita dei canoni ha riguardato il trenta per cento delle principali città, il 47 per cento è rimasto stabile e il 23 per cento ha registrato un calo. Un andamento per certi versi simile ha riguardato l'Asia e Pacifico (Apac), dove le città che hanno registrato un aumento dei canoni delle loro high streets sono state il 28 per cento, mentre il declino ha riguardato il trentadue per cento dei centri urbani.

I mercati globali della logistica hanno chiuso l'anno con nuovi livelli record sia in termini di domanda che di assorbimento di spazi in affitto, portando il tasso di vacancy a livello ancora più basso di quello del 2017.

L'applicazione sempre più ampia della tecnologia a ogni fase del processo logistico comporta un'evoluzione qualitativa, non solo tecnologica ma anche culturale, che coinvolge l'intera catena distributiva con nuovi attori e nuovi canali di vendita che modificano la rete di magazzini e il loro utilizzo. E se la localizzazione in hub e vicino alle principali infrastrutture è un sottinteso, gli investitori si concentrano su capannoni a basso consumo ed efficienti dal punto di vista energetico, con superfici superiori ai venti mila metri quadrati.

Negli Usa l'approccio degli operatori rimane molto positivo, la domanda di spazi in affitto è alta. Continuando la fase di crescita che dura da oltre otto anni, il canone medio degli immobili industriali e dedicati alla logistica statunitensi si è ampliato del 4,7 per cento nel 2018.

Il ciclo positivo del settore in Europa perdura da sei anni. Il tasso aggregato del vacancy rate è sceso sotto il cinque per cento, nonostante un forte incremento dell'offerta che rimane comunque ancora inferiore rispetto al picco raggiunto dieci anni fa.

Nella maggior parte dei mercati dell'area asiatica la domanda di spazi industriali ha continuato a essere sostenuta sia dalle aziende utilizzatrici che dalle società che forniscono un insieme integrato di attività. La domanda delle aziende manifatturiere è particolarmente attiva a Pechino e Shanghai, con canoni in aumento in entrambe le città. Le carenze di manodopera sta supportando il passaggio a strutture più automatizzate a Tokyo, mentre in Australia la pressione della domanda sta facendo crescere gli affitti di Sydney, nonostante l'offerta di nuovi immobili stia crescendo in maniera sostenuta.

Durante il 2018 è proseguito il momento positivo dei mercati residenziali mondiali.

In linea generale sono le nazioni europee e dell'area Apac (Asia e Pacifico) quelle più vivaci, mentre Usa e Canada hanno segnato il passo, dopo le ottime performance degli anni scorsi. E ancora una volta Hong Kong, ovvero la Cina, ha registrato una crescita superiore al dieci per cento annuo, seppur chiudendo l'ultimo trimestre del 2018 in calo (meno 1,1 per cento).

I prezzi hanno subito variazioni comprese fra il due e il cinque per cento nel 2018 in Messico, Portogallo, Cile, Nuova Zelanda, Australia e negli Stati Uniti. In Europa durante il 2018 si è registrata una generalizzata crescita dei canoni di locazione, in particolare in Germania e in Olanda. Anche Francia, Spagna e Irlanda hanno rilevato aumenti sui canoni piuttosto significativi e gli investimenti sul comparto stanno crescendo.

La grande spinta agli investimenti sul residenziale è cosa nuova per il settore. Fino a cinque anni fa i volumi globali non superavano i venticinque miliardi di euro ed erano quindi più bassi del cinquanta per cento rispetto ad oggi. Nei Paesi europei gli investitori locali hanno fatto gara con quelli esteri per acquisire le aree o gli edifici più interessanti e dal potenziale di rendita migliore. Negli Usa il comparto residenziale più vivace è quello degli immobili in condominio e su questo segmento nel 2018 gli investimenti totali sono stati di oltre 170 miliardi di dollari.

Nel clima complesso sopra descritto, il risparmio gestito ha conosciuto negli ultimi anni un forte rilancio, che ne ha accresciuto il ruolo nel processo di espansione e qualificazione del settore.

Anche nel 2018 i rendimenti sono stati più elevati e più stabili rispetto alle altre forme di investimento, perché dipendono da contratti di locazione a lungo termine che coprono mediamente periodi tra i tre e i 15 anni, a seconda del mercato e del settore. Contratti di locazione distribuiti su diversi orizzonti temporali aiutano a ridurre l'impatto dei cicli economici sul reddito, che rimane relativamente stabile anche nei periodi di crisi, con costi almeno complessivamente prevedibili.

Ribadiamo, in questa sede, che l'attrattività di fondi e Reit è strettamente legata all'efficienza della normativa, soprattutto fiscale, che rappresenta l'elemento in grado di garantire il successo e la costante espansione del settore, come appare evidente nel mercato europeo. Di conseguenza, si tratta di uno dei settori caratterizzati dal maggior numero di interventi legislativi, finalizzati ad abbassare le barriere all'ingresso delle nuove società e tutelare risparmi e investitori. I veicoli a contenuto immobiliare svolgono inoltre un ruolo importante nel processo di trasformazione dell'attività di gestione patrimoniale. La centralità della valorizzazione, accompagnata dall'esigenza di molte società di concentrare le risorse sul core business, porta al rapido aumento della domanda di gestione professionale, svolta in buona parte da fondi e Reit.

Il patrimonio delle diverse forme di fondi (quotati, non quotati, Reit) continua a crescere e alla fine del 2018 ha raggiunto 2.930 miliardi di euro, che rappresentano un aumento del 3,5 per cento rispetto all'anno precedente. La composizione tipologica è lievemente modificata, con la concentrazione del 75 per cento del patrimonio in mano ai Reit, due punti in meno rispetto a dodici mesi fa.

Il contenimento della leva e la tendenza verso una maggiore diversificazione, finalizzata alla distribuzione del rischio e alla ricerca di segmenti di mercato con un buon rapporto rischio/rendimento sono stati

fondamentali. Nel 2018 i rendimenti, ad eccezione di quelli prodotti da immobili considerati fortemente rischiosi, si sono mossi verso il ribasso, con veicoli che hanno realizzato performance limitatissime. Ciò è trasversale a tutte le funzioni immobiliari e riguarda la loro appetibilità derivante da qualità intrinseca ed estrinseca, giusta localizzazione anche sovralocale e buona gestione, più che dalla specifica attività a cui sono vocati.

Tra i fondi immobiliari la larga maggioranza è composta da veicoli non quotati, mentre i fondi quotati sono una minoranza, poiché hanno subito più pesantemente gli effetti delle congiunture economiche negative e gli andamenti borsistici.

In Europa sono operativi oltre 1.870 veicoli, con un patrimonio complessivo pari a circa 1.100 miliardi di euro.

Si tratta di un aumento che sfiora il cinque per cento rispetto all'anno scorso. Il peso dell'Europa sul patrimonio totale nel mondo ha subito variazioni marginali rispetto all'anno precedente, mezzo punto percentuale di aumento, ed ammonta a oltre il trentasette per cento. I Reit europei rappresentano il 41 per cento del patrimonio totale gestito, mentre il mercato continua a essere guidato dai fondi non quotati che pesano per il 55 per cento.

Nel complesso, l'approccio dei gestori è stato positivo ma continua a essere orientato alla prudenza. Investimenti ed export continueranno anche nel 2019 a essere fondamentali per i Paesi, ma tra le preoccupazioni maggiori c'è, soprattutto nell'area euro, la possibilità di una riduzione dei risultati. I primi mesi del 2019 hanno confermato il peggioramento delle prospettive di crescita e la Bce ha ipotizzato un allungamento dei tempi di raggiungimento dell'inflazione obiettivo.

Il driver continua ad essere rappresentato dalla qualità, ma con una maggiore propensione al rischio non solo da parte degli investitori opportunistici, ma anche di quelli long-term. La forte concorrenza sui trophy asset nelle città più importanti, oltre al fortissimo calo dei rendimenti per queste tipologie di prodotto, giunti nelle migliori piazze alla soglia del tre per cento, spinge una parte della domanda a rivolgere l'attenzione verso immobili secondari, caratterizzati da rendimenti più elevati e da una maggiore forza contrattuale dei compratori.

I fondi immobiliari si dimostrano piuttosto tradizionalisti nelle loro scelte di investimento. E se l'interesse per i nuovi mercati di nicchia è in crescita, alla prova dei fatti uffici e immobili logistici rappresentano una buona parte dei nuovi investimenti.

Il residenziale rappresenta il mercato più importante per i veicoli operativi in alcuni Paesi europei, come la Svizzera. L'interesse per il residenziale come asset class di investimento da parte degli investitori istituzionali è cresciuto in questi anni, anche in Italia, ma le operazioni realizzabili non sono numerose. La mancanza di prodotto rispetto al livello attuale della domanda di investimento influenzerà l'andamento del segmento dei prossimi anni. Inoltre, la gestione di un patrimonio immobiliare frazionato come il residenziale, con le sue particolarità, caratteristiche e complessità, rende necessario un approccio tecnico costante e continuativo che non tutte le società si sentono di affrontare.

La Germania è il paese leader in cui gli investitori istituzionali in abitazioni. Solo a Berlino sono stati investiti quasi quattro miliardi di euro nel 2017 e nella prima parte del 2018 gli investimenti sono cresciuti del 7,4 per cento. In Olanda, il mercato degli investitori del comparto residenziale durante la prima parte del 2018 è stato particolarmente effervescente. In Spagna si sono confermate le cifre dell'anno precedente e i volumi investiti sono aumentati di circa 6,5 punti percentuali.

Il buono stato di salute del mercato terziario è anche testimoniato dalla contrazione dei rendimenti. L'offerta durante i primi sei mesi del 2018 ha visto come protagoniste soprattutto Parigi e Londra, che hanno completato alcune importanti realizzazioni destinate al settore, assorbendo così circa il 44 per cento dell'offerta totale (oltre un milione di metri quadri di nuovi uffici).

I fondamentali del mercato immobiliare logistico - industriale sono probabilmente i migliori e più performanti degli ultimi vent'anni e i veicoli europei stanno approfittando dei risultati. Il 2018 ha confermato queste tendenze e anche per il 2019 le previsioni sono tutte positive. Nel 2018 sono state registrate transazioni a livelli record in Uk, Germania, Spagna e Olanda. Il maggiore problema in questo momento per gli investitori istituzionali è la carenza di prodotto, soprattutto di grandi dimensioni. A fronte di questo scenario, i canoni di locazione negli ultimi dieci anni si sono mantenuti abbastanza stabili. I rendimenti sono in diminuzione.

Il retail forma il 23 per cento delle superfici dei fondi europei e continua a rappresentare l'asset class privilegiata di un buon numero di veicoli, con un ritorno di attenzione per la localizzazione. Il mercato degli investimenti nel settore è rimasto stabile rispetto al 2017 ma lo specifico mercato immobiliare rimane comunque caratterizzato da poche certezze (le high streets) e molti dubbi (i negozi tradizionali nelle aree meno commerciali sono minor garanzia di rendimenti e rivalutazione).

È in aumento l'espansione, soprattutto da parte dei Reit, nelle attività di sviluppo e nelle infrastrutture. Le componenti tecnologiche in tutte le loro declinazioni saranno fra gli elementi trainanti nella domanda di spazi per uffici.

La costante ricerca di diversificazione e di ritorni più elevati comporta l'aumento degli investimenti cross-border, come dimostra l'apertura verso l'estero anche da parte di veicoli tradizionalmente orientati agli investimenti nazionali.

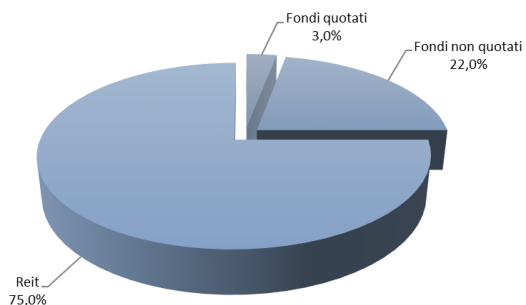
Nei primi mesi del 2019 prosegue a essere evidente la carenza di offerta, soprattutto nelle top location, che continueranno a rappresentare il focus degli investitori in cerca di un basso livello di rischio. La carenza di offerta comporterà l'aumento di prezzi e canoni.

La geografia degli investimenti potrebbe subire cambiamenti significativi nei prossimi mesi ma soprattutto nei prossimi anni. Oltre all'evoluzione delle decisioni protezionistiche degli Stati Uniti, alla capacità dei Paesi europei di mantenere ancora il loro grado di attrattività, all'attuazione definitiva di Brexit, nel lungo periodo i temi tanto dibattuti, rigenerazione, urbanizzazione, invecchiamento della popolazione e ulteriore diffusione della tecnologia, saranno in grado di modificare l'ambiente costruito e i relativi mercati immobiliari. A questi si aggiunge la meno indagata, ma altrettanto importante, ascesa della classe media. Il numero di famiglie a reddito medio nel 2030 sarà più che raddoppiato a livello globale, passando 554 milioni nel 2010 a 1.121 milioni. E ciò non avverrà soltanto nei Paesi del sud-est asiatico, nel 2030 le città più ricche del mondo saranno concentrate nella parte settentrionale del continente americano. Tutto ciò si tradurrà, per gli investitori e i gestori del real estate, in crescente domanda immobiliare non solo nella tradizionale asset class residenziale ma in tutte quelle nuove forme abitative oggi solo accennate e in una nuova evoluzione delle superfici commerciali e ricettive.

Il presente Rapporto analizza l'intero sistema dei Reit e la situazione delle altre tipologie di fondi immobiliari nei principali Paesi europei. Si tratta di otto Paesi (Francia, Germania, Gran Bretagna, Lussemburgo, Olanda, Spagna, Svizzera e Italia), che rappresentano circa l'85 per cento dell'industria europea dei fondi immobiliari. I due strumenti, Reit e fondi immobiliari, vengono analizzati in capitoli separati, dal momento che si tratta di veicoli caratterizzati da differenze significative e i cui dati sono difficilmente confrontabili.

**Tavola 1** ASSET ALLOCATION TOTALE DI FONDI IMMOBILIARI E REIT NEL MONDO - ANNO 2018

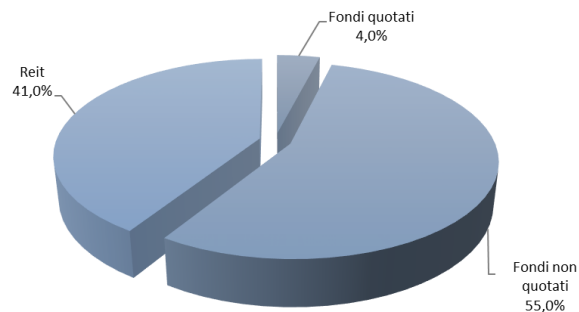
Patrimonio totale: 2.930 miliardi di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 2** ASSET ALLOCATION TOTALE DI FONDI IMMOBILIARI E REIT IN EUROPA - ANNO 2018

Patrimonio totale: 1.100 miliardi di euro



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®



## 2. I FONDI IMMOBILIARI IN EUROPA

### 2.1. ANDAMENTO E PROSPETTIVE

Nel 2018 in Europa sono stati costruiti oltre novanta nuovi veicoli. L'attività dei fondi immobiliari è stata positiva, le vendite e acquisizioni dei patrimoni descrivono un settore vivace, caratterizzato da una dinamicità maggiore dell'industria di riferimento. La liquidità ancora circolante, i tassi di interesse contenuti, l'assenza di solide alternative, hanno sostenuto l'investimento immobiliare.

Il ritmo di crescita del patrimonio dei fondi operativi negli otto Paesi europei analizzati non si arresta e anche nel 2018 realizza un progresso di oltre dieci punti percentuali, dopo la variazione maggiore realizzata nel decennio nel 2017.

Il 2018 si è chiuso con un patrimonio totale (Nav) di 650 miliardi di euro. La dimensione media del patrimonio dei fondi immobiliari europei non supera i 380 milioni di euro, ma il dato è molto condizionato dal valore limitato dei singoli fondi italiani.

A livello europeo il comportamento dei Paesi è meno omogeneo del biennio precedente, le scelte investimento nelle specifiche asset class hanno in diverse aree privilegiato i beni appartenenti a mercati più consolidati rispetto a quelli meno stabili.

Le previsioni raccolte per il 2019 tra i principali operatori europei sono di una crescita del patrimonio di oltre il cinque per cento. Il numero di fondi è previsto in aumento e l'andamento del primo quadrimestre 2018 conferma un andamento lievemente inferiore a quello dell'anno appena trascorso.

Il 2018 ha visto proseguire la crescita delle Opci e delle Scpi francesi, anche se entrambe hanno visto un rallentamento dopo due anni di raccolta record nel 2016 e nel 2017. Le Opci grand public hanno fatto segnare un incremento dell'attivo pari al sedici per cento, con una raccolta di poco superiore ai due miliardi di euro in un anno. Le Scpi hanno visto una raccolta molto elevata, pari a 5,1 miliardi di euro, che conferma l'interesse verso questo strumento, nonostante il calo del 19 per cento rispetto all'anno record del 2017.

Un'analisi a parte va fatta per i fondi inglesi, fortemente condizionati dal tema Brexit. Dopo un 2016 che ha registrato un importante calo, del diciotto per cento, del valore patrimoniale espresso in euro, dovuto in gran parte alla perdita della sterlina nei confronti della valuta europea, nel 2017 la situazione appariva totalmente ribaltata, registrando un forte incremento che aveva riportato il patrimonio sopra i 77 miliardi di euro con anche un lieve incremento del numero di veicoli. Nel 2018 il clima d'incertezza legato al timore di *no deal* ha penalizzato il Nav che è sceso a 74 miliardi di euro.

Continua la fase positiva dei fondi immobiliari aperti tedeschi, al 31 dicembre 2018 in Germania operano 43 fondi di cui diciotto in fase di liquidazione e tredici nuovi veicoli. Il patrimonio complessivo ha superato i 98 miliardi di euro, realizzando un incremento di oltre il dieci per cento. Le previsioni per il prossimo anno confermano la vivacità attuale dei veicoli, la ragione principale rimane il rendimento appetibile nell'attuale contesto di mercato. Nel 2018 è proseguita l'azione di dismissione dei patrimoni dei fondi tedeschi in liquidazione, compensata dal costante aumento del valore del patrimonio in gestione da parte dei veicoli regolarmente operativi, che beneficiano dell'immissione sul mercato di nuova offerta.

Continua l'accelerazione dei fondi riservati tedeschi grazie al perdurare degli effetti delle modifiche legislative introdotte nel 2015. Il valore del patrimonio immobiliare gestito, triplicatosi negli ultimi cinque anni, si sta avvicinando a quello dei fondi aperti.

Prosegue la fase positiva dei fondi olandesi, che confermano una ripresa dopo diversi anni di stagnazione.

I veicoli lussemburghesi sono ancora caratterizzati da una forte attrattività per gli investitori internazionali, grazie anche ad un'ampia diversificazione per quanto riguarda il settore di attività e la forma giuridica. Nel 2018 hanno avuto una crescita del 24 per cento. Positivo l'andamento dei fondi italiani, con una crescita del Nav superiore al tredici per cento rispetto al 2017 e il numero dei veicoli passati da 420 a 450.

**Tavola 3** IL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Nav al 31 dicembre di ogni anno, mln di euro

Paese	Quotaz.	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Gran Bretagna</b>		10.143	10.428	12.142	16.598	24.000	44.825	60.294	42.795	36.503	26.075
<i>Numero Puts</i>	<i>No</i>	26	27	25	25	33	53	60	62	63	61
<b>Germania</b>		48.824	47.825	55.800	85.500	85.322	94.991	82.011	89.621	83.660	92.368
<i>N. fondi aperti</i>	<i>No</i>	17	17	19	20	28	29	31	39	42	40
<b>Germania</b>		6.387	8.778	11.726	13.485	14.400	16.188	18.325	19.547	19.856	16.280
<i>N. fondi riservati</i>	<i>No</i>	41	49	60	75	86	93	101	106	119	110
<b>Francia (Scpi)</b>		11.840	11.260	10.783	10.520	11.512	13.240	15.000	17.229	17.414	18.944
<i>Numero fondi</i>	<i>No</i>	248	227	225	143	137	133	128	126	130	132
<b>Francia (Opci)</b>		-	-	-	-	-	-	-	104	500	7.467
<i>Numero fondi</i>	<i>No</i>	-	-	-	-	-	-	-	4	28	80
<b>Spagna</b>		1.216	1.488	2.099	2.830	4.378	6.477	8.678	8.586	8.177	6.351
<i>Numero fondi</i>	<i>No</i>	5	7	9	8	7	6	6	9	9	7
<b>Svizzera</b>		15.443	17.600	20.318	18.385	18.785	9.136	7.924	9.149	15.524	14.454
<i>Numero fondi</i>	<i>Si</i>	31	25	20	18	19	15	15	17	22	20
<b>Olanda</b>		73.618	80.510	84.120	84.740	85.554	85.012	84.108	86.701	78.551	52.382
<i>Numero fondi</i>	<i>Misti</i>	17	22	25	25	25	28	30	32	31	29
<b>Lussemburgo</b>		790	2.530	2.816	3.101	3.130	6.712	8.053	16.943	21.382	19.615
<i>Numero fondi</i>	<i>Misti</i>	6	18	18	20	22	33	64	95	129	146
<b>Italia</b>		-	2.438	3.236	4.048	7.782	13.002	19.360	23.940	27.000	31.200
<i>Numero fondi</i>	<i>Misti</i>	-	7	13	17	29	58	155	186	238	270
<b>Totale Nav</b>		<b>168.261</b>	<b>182.857</b>	<b>203.040</b>	<b>239.207</b>	<b>254.863</b>	<b>289.583</b>	<b>303.753</b>	<b>314.615</b>	<b>308.567</b>	<b>285.136</b>
<b>Totale numero fondi</b>		<b>143</b>	<b>399</b>	<b>414</b>	<b>351</b>	<b>386</b>	<b>448</b>	<b>590</b>	<b>676</b>	<b>811</b>	<b>895</b>

Paese	Quotaz.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
<b>Gran Bretagna</b>		37.089	40.684	46.858	53.418	48.797	59.953	49.000	77.370	74.200	75.000
<i>Numero Puts</i>	<i>No</i>	67	65	68	63	58	56	55	63	64	64
<b>Germania</b>		84.740	77.616	77.282	81.121	80.696	85.090	87.650	89.200	98.200	100.000
<i>N. fondi aperti</i>	<i>No</i>	41	39	35	34	32	31	30	30	43	47
<b>Germania</b>		17.800	20.550	25.030	29.500	48.800	56.647	64.466	77.000	89.900	93.000
<i>N. fondi riservati</i>	<i>No</i>	115	115	120	125	156	162	170	175	185	190
<b>Francia (Scpi)</b>		22.315	24.840	27.230	29.980	32.870	37.830	43.500	50.300	55.400	62.000
<i>Numero fondi</i>	<i>No</i>	138	155	150	157	162	171	178	181	175	170
<b>Francia (Opci)</b>		9.817	20.013	27.050	28.500	35.120	43.700	61.900	78.100	86.500	92.000
<i>Numero fondi</i>	<i>No</i>	96	175	195	205	210	220	259	292	305	310
<b>Spagna</b>		6.075	4.486	1.607	1.352	326	325	370	360	310	250
<i>Numero fondi</i>	<i>No</i>	7	6	4	4	3	3	3	3	2	2
<b>Svizzera</b>		17.339	20.592	23.000	26.887	31.883	27.030	33.779	34.636	52.800	60.000
<i>Numero fondi</i>	<i>Si</i>	20	27	30	31	27	29	33	37	42	50
<b>Olanda</b>		30.500	31.500	29.400	30.200	30.500	31.700	32.000	34.800	37.700	38.500
<i>Numero fondi</i>	<i>Misti</i>	30	30	30	30	30	32	32	32	33	33
<b>Lussemburgo</b>		19.895	23.083	25.357	28.405	32.565	39.287	49.597	55.628	69.000	70.500
<i>Numero fondi</i>	<i>Misti</i>	171	212	230	244	302	309	315	317	330	335
<b>Italia</b>		34.000	36.100	37.000	39.000	43.500	45.700	48.000	53.000	60.000	67.000
<i>Numero fondi</i>	<i>Misti</i>	305	312	358	365	385	390	403	420	450	470
<b>Totale Nav</b>		<b>279.570</b>	<b>299.464</b>	<b>319.814</b>	<b>348.363</b>	<b>385.057</b>	<b>427.262</b>	<b>470.262</b>	<b>550.394</b>	<b>624.010</b>	<b>658.250</b>
<b>Totale numero fondi</b>		<b>990</b>	<b>1.136</b>	<b>1.220</b>	<b>1.258</b>	<b>1.365</b>	<b>1.403</b>	<b>1.478</b>	<b>1.550</b>	<b>1.629</b>	<b>1.671</b>

\* Previsione

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 4** IL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Base 2000=100

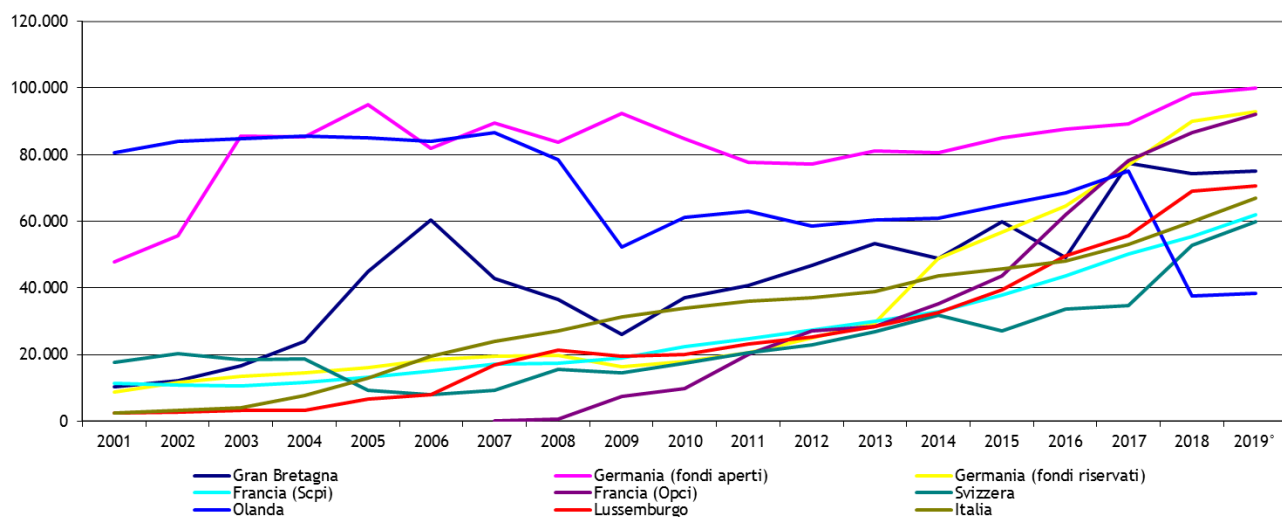
Paese	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Gran Bretagna	100	103	120	164	237	442	594	422	360	257	366	401	462	527	481	591	483	763	732	690
Germania (fondi aperti)	100	98	114	175	175	194	168	183	171	189	174	159	158	166	165	174	180	183	201	202
Germania (fondi riservati)	100	137	183	211	225	253	287	306	311	255	279	322	392	462	764	887	1.009	1.206	1.408	1.362
Francia (Scpi)	100	95	91	89	97	112	127	145	147	160	188	210	230	253	278	320	367	425	468	507
Spagna	100	122	173	233	360	532	714	702	672	522	500	369	132	111	27	21	30	30	25	29
Svizzera	100	114	131	119	122	59	51	59	100	93	112	133	149	174	206	175	219	224	342	291
Olanda	100	109	114	115	116	115	114	118	107	71	83	85	80	82	83	88	43	47	51	98
Lussemburgo	100	320	356	392	396	849	1.019	2.144	2.706	2.483	2.518	2.922	3.210	3.596	4.122	4.973	6.278	7.042	8.734	8.924
Italia	100	100	133	166	319	533	794	982	1.107	1.280	1.395	1.481	1.518	1.600	1.784	1.874	1.969	2.174	2.461	2.297

\* Previsione

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 5** ANDAMENTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Mln di euro



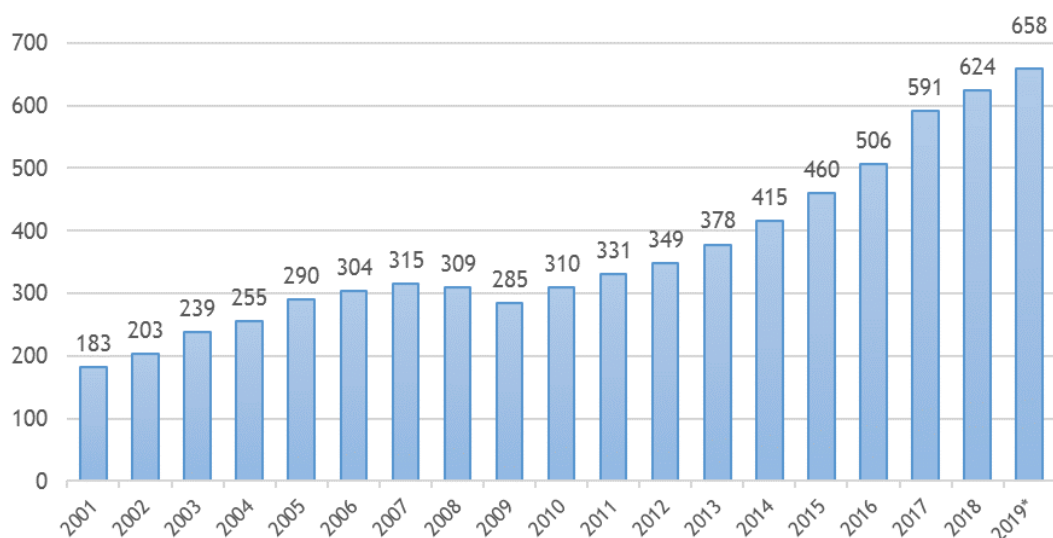
\* Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
6

## ANDAMENTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Nav, mld di euro, 31 dicembre di ogni anno, totale Europa



\* Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

La Germania detiene il primato di patrimonio gestito complessivo più consistente e, con la crescita costante dei fondi riservati, triplicati negli ultimi cinque anni, questo primato si è consolidato. Nel 2018 la Germania ha formato oltre il trenta per cento del totale del patrimonio, con i fondi aperti pari a circa il sedici per cento. In numero di veicoli, sui 1.630 attivi negli otto Paesi europei presi a riferimento, quelli tedeschi formano circa il quattordici per cento.

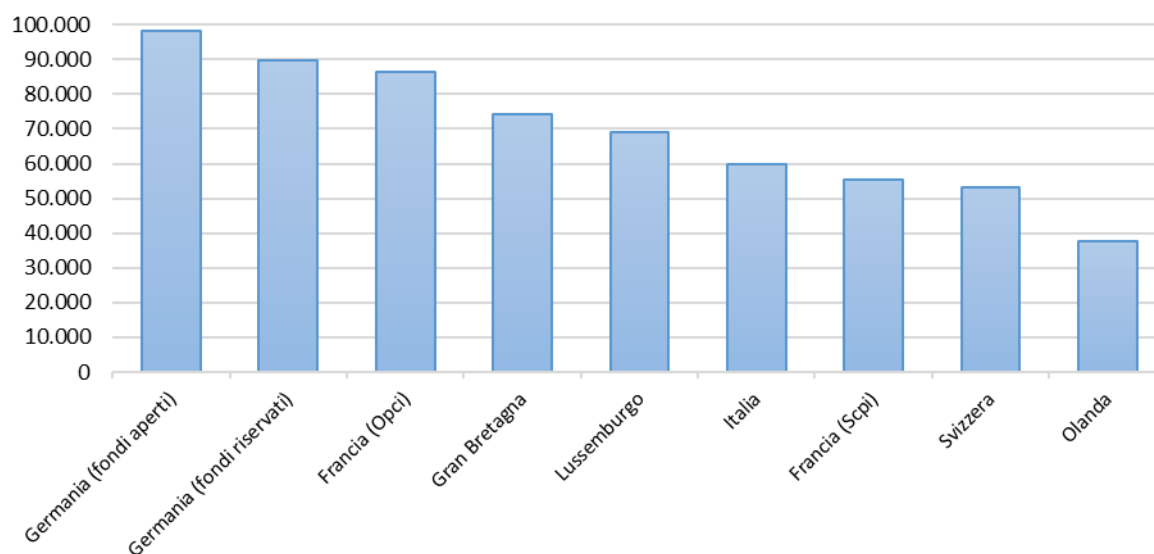
Un posto di rilievo spetta alla Francia, con la forte crescita delle Opci che hanno scalato la classifica degli strumenti per patrimonio, posizionandosi ai vertici, e per l'andamento positivo delle Scpi. Oggi il patrimonio francese forma circa il ventitre per cento del totale europeo, imputabile per circa il quattordici per cento alle Opci.

Le dimensioni medie del patrimonio continuano ad aumentare, dimostrando un consolidamento del settore dovuto anche a numerosi processi di fusione avvenuti negli ultimi anni e alla ripresa degli investimenti. Le strutture più grandi continuano a essere i fondi aperti tedeschi, che sfiorano 2,3 miliardi di euro, seguiti dai 1,3 miliardi di euro della Svizzera.

L'Italia continua ad avere le strutture più piccole, con un Nav medio di poco superiore ai 130 milioni di euro, mentre negli altri Paesi il Nav medio varia dai 155 milioni di Spagna ai circa 210 del Lussemburgo, ai circa 1,2 miliardi di euro della Gran Bretagna.

**Tavola 7** CONFRONTO DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

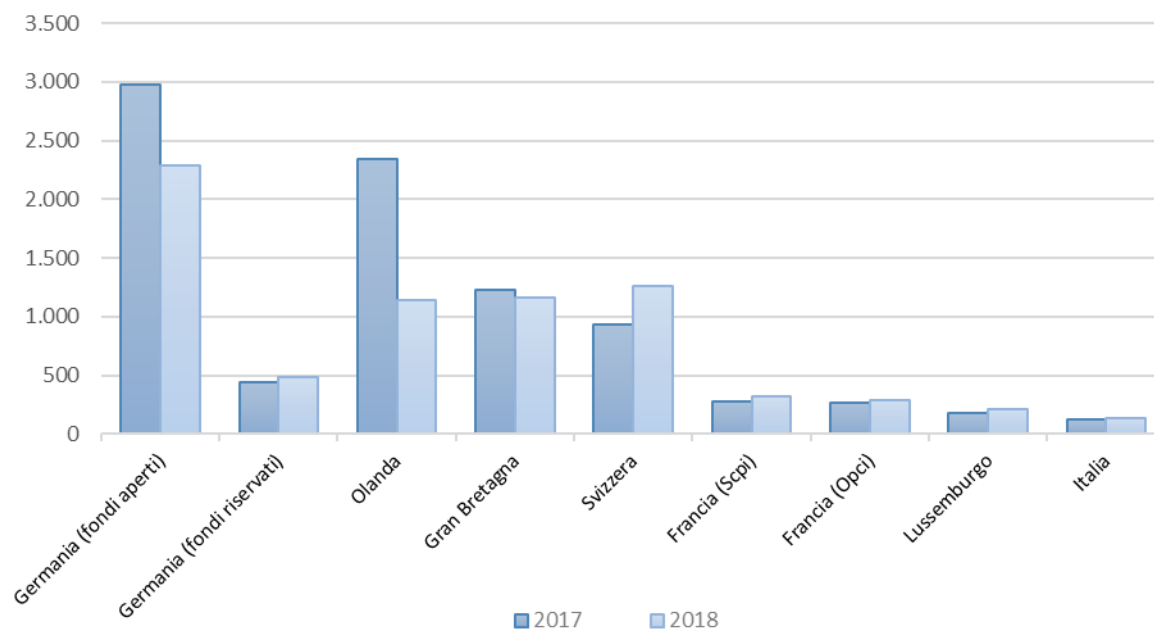
Nav, mln di euro, valori al 31 dicembre 2018



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 8** CONFRONTO DEL PATRIMONIO MEDIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Nav, mln di euro, valori al 31 dicembre di ogni anno



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tra i dieci fondi più importanti compaiono sette fondi aperti tedeschi, uno olandese, uno svizzero e uno francese, con un patrimonio variabile tra i 5,3 miliardi di euro di Deka Immobilien Global e i 16,3 miliardi di euro di Deka Immobilien Europa.

Le dieci società leader, complessivamente, gestiscono un patrimonio di circa 98 miliardi di euro, che rappresenta circa il 16 per cento del totale europeo, in lieve rialzo rispetto all'anno scorso, a dimostrazione del rafforzamento di un numero sempre maggiore di società.

La performance dei fondi europei è in lieve contrazione rispetto all'anno precedente, si attesta intorno al 3,4 per cento.

Esclusa la situazione Svizzera, che sposta verso l'alto la media europea, si inizia a intravedere una correlazione tra rendimento e dimensioni delle strutture o destinazione d'uso del patrimonio. Si prevede una graduale crescita delle performance.

In Francia il 2018 ha visto un incremento del divario delle performance di Scpi e Opci, con le prime che hanno mostrato un rendimento medio del 5,2 per cento, mentre le Opci hanno visto un anno più difficile, con performance medie pari allo 0,9 per cento, in forte calo rispetto al 2017, seppur derivanti da andamenti molto diversi tra le singole Opci.

I fondi italiani si caratterizzano per rendimenti bassi, ma nel 2018 cresciuti rispetto al modesto risultato dell'anno precedente.

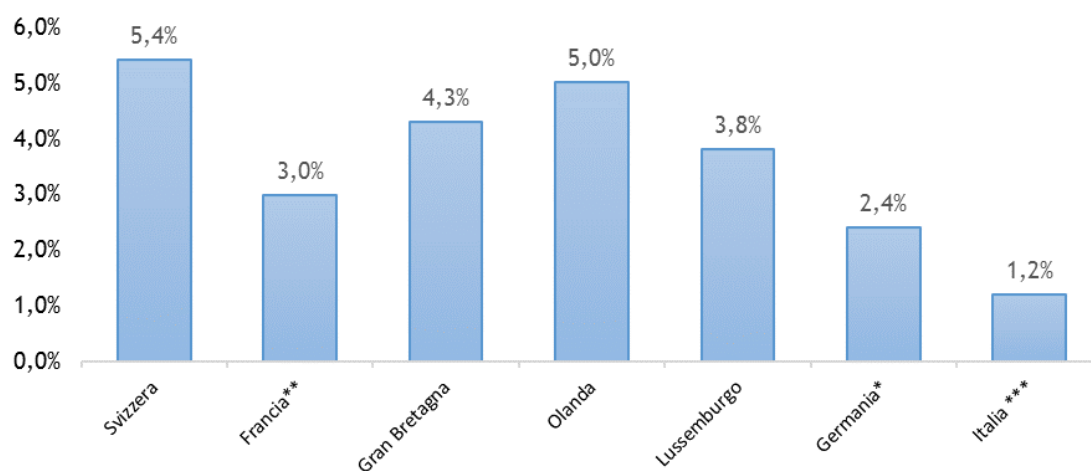
**Tavola 9** I DIECI FONDI IMMOBILIARI PIÙ GRANDI A LIVELLO EUROPEO  
Dicembre 2018

Fondo	Paese	Società di gestione	Nav (Mln di euro)	Rendimento %
1 Deka Immobilien Europa	Germania	Deka Immobilien Investment GmbH	16.270	3,6
2 HausInvest	Germania	Commerz Real AG	14.500	1,9
3 UniImmo Deutschland	Germania	Union Investment Real Estate GmbH	12.965	2,8
4 UniImmo Europa	Germania	Union Investment Real Estate GmbH	12.300	2,4
5 UBS Swiss Sima	Svizzera	Ubs AG	8.313	11,0
6 WestInvest InterSelect	Germania	WestInvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH	7.515	3,6
7 Opcimmo	Francia	Amundi	7.503	1,5
8 Grundbesitz europa RC	Germania	DWS Grundbesitz GmbH	6.850	3,1
9 Redevco Property fund	Olanda	Redevco	6.400	3,0
10 Deka-ImmobilienGlobal	Germania	Deka Immobilien Investment GmbH	5.270	1,7
<b>Totale</b>			<b>97.886</b>	<b>3,4</b>

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 10** LA PERFORMANCE DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Roe medio del settore, dicembre 2018



\* In Germania la performance rappresenta la media dei fondi aperti e riservati

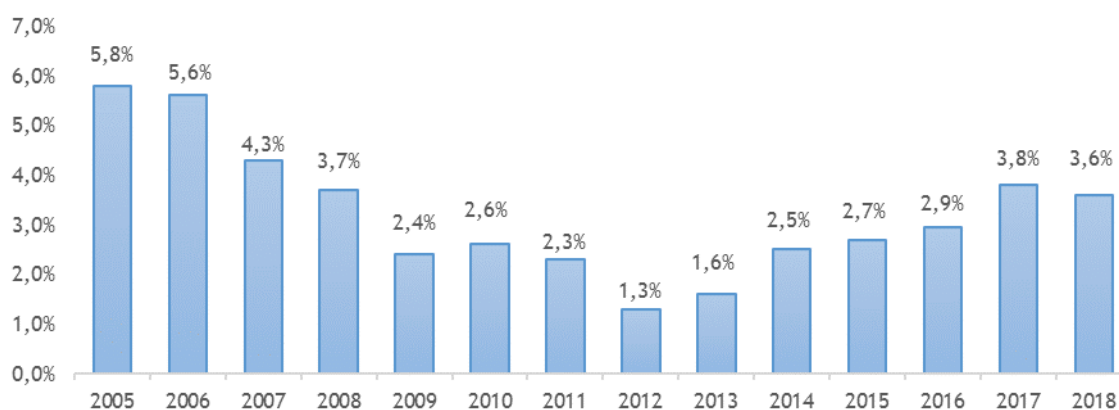
\*\* In Francia la performance rappresenta la media delle Scpi non fiscali e delle Opci

\*\*\* In Italia la performance rappresenta la media dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 11** ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Roe medio del settore, media europea



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Il rendimento dei fondi è influenzato da una molteplicità di fattori, quali l'andamento economico e immobiliare locale, la politica di investimenti e dismissioni delle singole società, la fase di vita dei fondi, l'ingresso sul mercato di nuovi strumenti e, soprattutto, l'incidenza fiscale e il livello di indebitamento.

La Svizzera mostra un andamento discontinuo. Un vero e proprio crollo si era verificato nel 2007, quando il rendimento era sceso per la prima volta sotto lo zero, a causa di una fase di riorganizzazione del settore dei fondi e dell'impatto della crisi economica statunitense. A partire dall'anno successivo le performance erano tornate positive, seppure a livelli nettamente inferiori rispetto all'inizio del decennio. Il biennio 2011-2012 aveva registrato una tendenza discendente, mentre il 2013 aveva visto una decisa ripresa, ritornando ai livelli del 2010. Tra il 2014 e 2015 il rallentamento del mercato immobiliare aveva comportato una nuova flessione, mentre nel 2015 l'edilizia ha conosciuto una fase di consolidamento, proseguita fino a fine 2016. Nel 2018 si registra una fase espansiva in termini di numero fondi e di contrazione dei rendimenti.

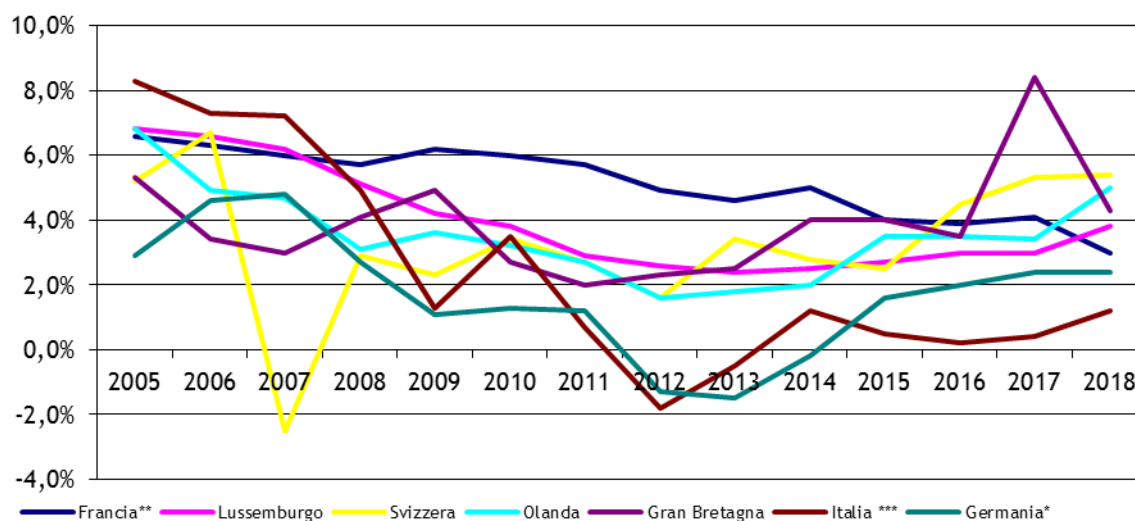
Più costante il trend della Francia, anche se negli ultimi cinque anni si è assistito a un progressivo ridimensionamento, che ha portato nel 2016 alla perdita del primato della migliore performance a livello europeo che deteneva dal 2008. Il rendimento dei fondi francesi nel 2018 si è ulteriormente ridimensionato.

L'Italia, infine, che aveva detenuto il primato europeo nel periodo 2005-2007, ha poi perso posizioni a partire dal 2008. Nel 2013 era emerso qualche segnale di recupero, ma 2015 e 2016 hanno registrato ulteriori diminuzioni. La ripresa del mercato domestico si è confermata nel 2018 proseguendo la tendenza cominciata nel 2017.

Tavola  
12

## ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI

Roe medio del settore



\* In Germania la performance rappresenta la media dei fondi aperti e riservati

\*\* In Francia la performance rappresenta la media delle Scpi non fiscali e delle Opci (dal 2007)

\*\*\* In Italia la performance rappresenta la media dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®



Degli oltre 1.629 fondi europei il 39 per cento possono essere definiti come specializzati e il 61 per cento diversificati. Le motivazioni di questa marcata diversificazione dipendono dalla necessità delle società di gestione di ricerca di rendimenti competitivi e dall'esigenza di una maggiore suddivisione del rischio. È in crescita dall'inizio della ripresa del mercato immobiliare europeo un turnover dei patrimoni, e il trend modifica le strategie societarie che sono in costante evoluzione.

Nell'ambito della specializzazione sono costanti rispetto al 2017 le quote di investimenti dedicate agli immobili residenziali (otto per cento), dopo la crescita del 2015 dovuta allo sviluppo dei fondi specializzati e alla minore dipendenza del comparto abitativo dalla congiuntura economica.

Stabili gli investimenti in uffici, 12 per cento nel 2018 i fondi dedicati, con gli immobili direzionali che si confermano il core business di un elevato numero di veicoli, nonostante diversi casi di alienazione da parte dei fondi in liquidazione o in scadenza. Nello scorso anno gli uffici hanno rappresentato oltre il 42 per cento delle superfici immobiliari gestite, formando la quota più significativa anche nel patrimonio dei fondi diversificati, che come numero superano il sessanta per cento del totale.

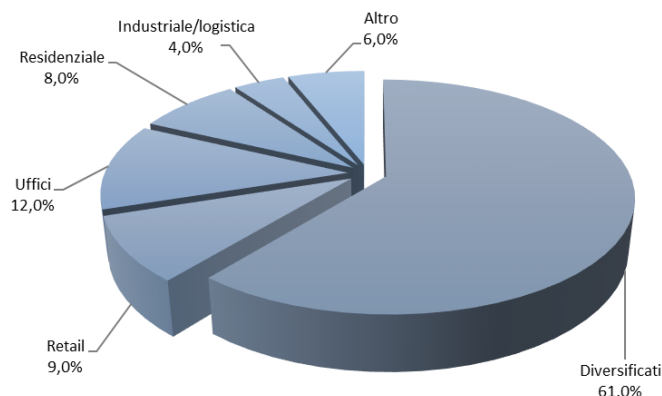
Il settore retail, che è ancora alle prese con la ristrutturazione del comparto e dell'industria del commercio in generale vede per il 2018 il proprio peso ridimensionarsi lievemente. Ad esso sono dedicati il nove per cento dei fondi europei, gli immobili gestiti rappresentano il 23 per cento delle superfici totali.

Gli investimenti nella logistica mantengono una quota marginale, nonostante gli apprezzabili risultati del settore nel 2018 e formano il quattro per cento dei fondi specializzati europei. L'interesse dei fondi si concentra sempre su complessi di elevate dimensioni, superiori ai 20mila metri quadrati, situati vicino a nodi di connessione e dotati di impianti e infrastrutture all'avanguardia.

Relativamente alla distribuzione geografica, si evidenzia una forte polarizzazione. L'Europa occidentale continua a concentrare la quota più consistente del patrimonio, 64 per cento, guidata da Londra, Parigi e dalle principali città tedesche mentre prosegue la crescita delle principali città spagnole (Madrid e Barcellona) dove gli investitori stanno scommettendo sulla ripresa del mercato immobiliare nazionale.

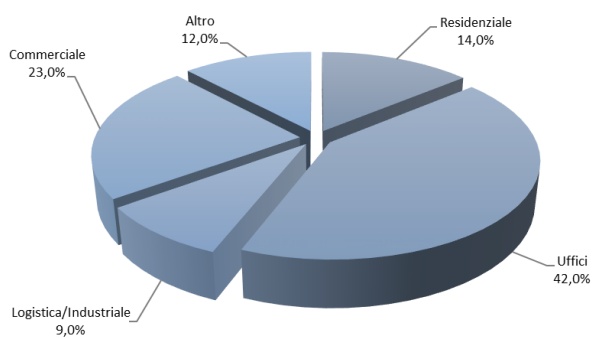
Oltre i confini europei, si conferma quanto già emerso lo scorso anno: gli investimenti in questi ambiti sono realizzati di società di grandi dimensioni e tradizionalmente orientate alla diversificazione geografica, con una preferenza per Stati Uniti e Canada (oltre il venti per cento). Continua ad essere marginale l'interesse da parte delle società europee rispetto agli investimenti in Asia.

**Tavola 13** SETTORI DI SPECIALIZZAZIONE DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI  
% di fondi, dicembre 2018



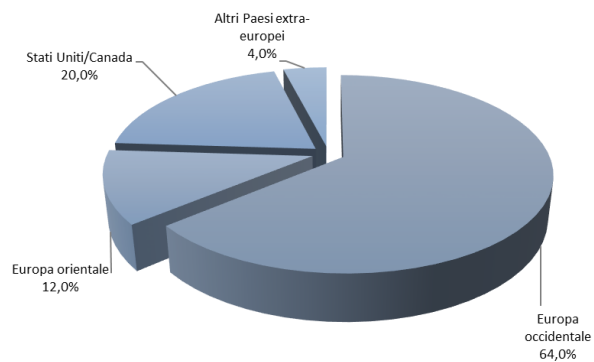
Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 14** ASSET ALLOCATION MEDIA DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI  
% della superficie, dicembre 2018



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 15** DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEL PATRIMONIO DEI FONDI IMMOBILIARI EUROPEI  
% della superficie, dicembre 2018



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

## 2.2. I FONDI IMMOBILIARI NEI PRINCIPALI PAESI EUROPEI

### 2.2.1. FRANCIA

#### ➔ Le Scpi

Dopo il record nella raccolta nel 2017, seppure in flessione il 2018 si è confermato un anno positivo per le Scpi, che si confermano uno strumento di grande interesse per gli investitori privati. Inoltre, il 2019 è iniziato con numeri molto positivi e un forte incremento degli investimenti, confortati dall'allontanamento di una prospettiva di crescita dei tassi di interesse, da buone performance nelle locazioni immobiliari e dalla debolezza dei mercati finanziari.

A dicembre 2018 la capitalizzazione ammontava a 55,4 miliardi di euro, il dieci per cento in più rispetto all'anno precedente, dopo una crescita record del 15 per cento registrata nel 2016 e nel 2017. La capitalizzazione deriva per 51,6 miliardi di euro da immobili commerciali e per 3,8 miliardi da Scpi che investono nel residenziale. Il patrimonio è distribuito su 175 società, di cui novanta Scpi commerciali e 85 Scpi residenziali.

Le parti scambiate sul mercato secondario nel corso del 2018 sono state pari a 1,1 miliardi di euro, pari all'1,97 per cento della capitalizzazione complessiva.

La raccolta netta nel 2018 è stata di 5,1 miliardi di euro, in lieve calo rispetto ai due anni migliori, 2016 e 2017, ma sempre molto elevata. Inoltre, come detto sopra, il 2019 è iniziato con investimenti di circa due miliardi solo nel primo trimestre. La raccolta 2018 è stata di cinque miliardi per le Scpi commerciali, oltre la metà in Scpi uffici, e di 132 milioni di euro per le Scpi residenziali.

Come nel 2017, anche lo scorso anno sono state venti le società che hanno registrato una raccolta superiore a cento milioni di euro, di cui cinque hanno superato quota trecento milioni e una di queste, Primovie, fondo specializzato in immobili collettivi (sanità, studenti, anziani), ha raggiunto i 489 milioni di euro di raccolta netta. Il 98 per cento della raccolta è andata verso fondi con immobili d'impresa, di cui oltre la metà in fondi specializzati nel comparto uffici. Se l'asset class uffici continua a essere privilegiata nelle decisioni di investimento delle Scpi, un dato importante è la scelta di impiegare il 22 per cento in Scpi diversificate (sanità, ricettivo, residenze per anziani). Delle 85 Scpi operative nel settore residenziale a fine anno, soltanto 11 hanno registrato nuova raccolta, per un totale di 132 milioni.

Le 175 Scpi sono gestite da 31 gruppi di gestione, 14 dei quali gestiscono patrimoni superiori al miliardo di euro. Alla fine del 2018 le sei principali società di gestione, La Française, Amundi Immobilier, Primonial, AEW Ciloger e Bnp Paribas, concentravano i due terzi del patrimonio e il cinquanta per cento della raccolta complessiva. La Française REM si conferma al primo posto con un patrimonio gestito di circa 8,3 miliardi di euro e con una raccolta di 316 milioni di euro nel 2018. Considerando solo la raccolta netta annuale, Primonial REIM ha toccato gli 860 milioni di euro, sfiorato 1,4 miliardi di euro, con la Scpi Primovie, fondo specializzato in immobili collettivi (sanità, studenti, anziani), che da sola ha raccolto 490 milioni di euro, che si sommano agli 800 milioni già raccolti nel 2017.

La capitalizzazione dei primi dieci fondi è in aumento del 12 per cento, arrivando a sfiorare i 25 miliardi di euro. Nel 2018 la Scpi con la capitalizzazione maggiore è Edissimo, gestita da Amundi, che con una raccolta di 370 milioni di euro ha sfiorato un totale di tre miliardi, superando di poco Immorente gestita da Sofidy.

**Tavola 16** LE DIECI SCPI NON FISCALI PIÙ IMPORTANTI NEL 2018

Scpi	Società di gestione	Categoria	Capitalizzazione (Mln di euro)	rendimento
1 Edissimo	Amundi	Bureaux	2.997	4,13
2 Immorente	Sofidy	Commerce	2.936	5,31
3 Rivoli Avenir Patrimoine	Amundi	Bureaux	2.778	6,88
4 Accimmo-Pierre	BnpParibas	Bureaux	2.541	6,71
5 Primopierre	Primonial Reim	Bureaux	2.421	7,47
6 Primovie	Primonial Reim	Spécialisée	2.339	8,32
7 Notapierre	Unofi	Bureaux	2.300	4,00
8 Epargne Foncière	La Française	Bureaux	2.252	6,37
9 Elysée Pierre	Hsbc	Bureaux	2.202	3,75
10 Pfo 2	Perial	Bureaux	1.999	4,51
<b>Totale</b>			<b>24.765</b>	<b>5,75</b>

Fonte: leif

La performance globale delle Scpi nel 2018 è stata del 5,2 per cento, derivante da dividendi pari al 4,4 per cento, cui si somma un più 0,8 per cento di variazione dei prezzi medi. Si tratta del secondo anno di fila in diminuzione, con tassi di distribuzione abbastanza stabili affiancati da una contrazione nei prezzi medi. Il premio di rischio rimane comunque interessante e superiore del 3,64 per cento rispetto ai titoli di Stato francesi a dieci anni.

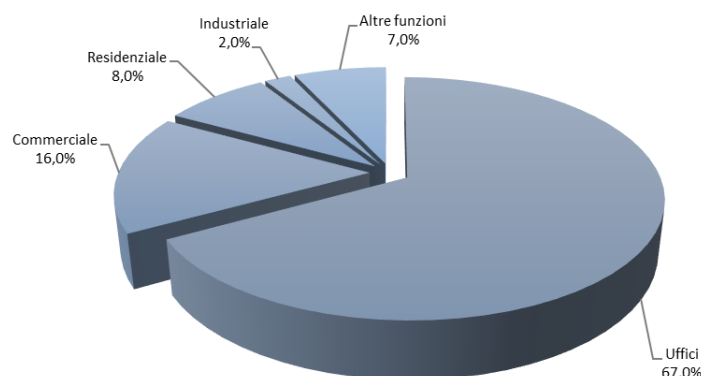
Considerando l'ultimo decennio, la performance globale annualizzata di rendimento delle Scpi raggiunge il sei per cento, con una volatilità ridotta al 4,4 per cento. Il rendimento medio delle prime dieci Scpi è pari al 5,75 per cento, con Primovie e Primopierre, entrambe gestite da Primonial Reim, che hanno toccato rispettivamente l'8,3 e il 7,5 per cento.

Nell'asset allocation complessiva gli uffici costituiscono sempre la parte preponderante, anche se prosegue la tendenza alla diversificazione degli investimenti. Nel 2018 sono stati investiti in acquisizioni circa 6,2 miliardi di euro, a fronte di 852 milioni di euro di cessione. Gli uffici hanno costituito il 64 per cento delle acquisizioni, il commercio il 17 per cento, gli edifici destinati alla sanità il sei per cento, a seguire hotel, residenziale e logistica.

Come già detto in apertura, le prospettive per il 2019 sono positive, con un miglioramento previsto nella raccolta, dati i numeri del primo trimestre che testimoniano l'interesse da parte degli investitori, anche a causa della debolezza dei mercati finanziari.

**Tavola 17** ASSET ALLOCATION DELLE SCPI FRANCESI

% della superficie, dicembre 2018



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Scpi

## ➔ Le Opci

Il 2018 è stato un anno positivo anche per le Opci grand public, ovvero le Opci aperte agli investitori privati, nonostante un rallentamento del ritmo di crescita rispetto agli anni precedenti, in particolare rispetto al 2016 e al 2017 che avevano fatto registrare risultati record con sottoscrizioni di circa quattro miliardi l'anno.

Le Opci grand public hanno raccolto nel 2018 circa 2,1 miliardi di euro. L'andamento nel corso dell'anno è stato altalenante, con una pessima partenza nel primo trimestre, probabilmente dovuta ai timori in merito alle imposte introdotte a inizio anno e che hanno colpito particolarmente le proprietà immobiliari. Il secondo trimestre è stato il più dinamico, concentrando un terzo della raccolta annua, seppure in calo del quaranta per cento rispetto al 2017. Nella seconda parte dell'anno si è registrato un terzo trimestre normalmente apatico e un quarto trimestre in leggera ripresa, con una raccolta che ha superato i 580 milioni di euro.

Il numero complessivo delle Opci grand public è salito a 18 con un attivo netto che ha superato i 15 miliardi di euro. Questo dato testimonia un interesse diffuso per questo strumento, nonostante il rallentamento nella crescita della raccolta. Ai primi tre posti per attivo si confermano Opcimmo, gestita dal gruppo Amundi Immobilier e che da sola rappresenta circa la metà del settore, Axa Selectiv Immo gestita da Axa Reim e Diversipierre gestita da Bnp Paribas Reim. Le tre nuove Opci gp create nel 2018 sono Sofidy Pierre Europe, LF Opsis Épargne Immobilière e Kyaneos Résidentiel, quest'ultima focalizzata sul settore residenziale.

L'andamento recente delle Opci, così come le previsioni di sviluppo, risentono delle performance dell'economia globale: l'indecisione sul futuro della Brexit, la flessione della crescita europea, così come le debolezze dei mercati finanziari pesano sulle potenzialità di sviluppo dei fondi non quotati, anche se questo strumento ha dimostrato una buona resilienza ai fattori esterni.

Il rendimento complessivo delle Opci grand public nel 2018 è stato in media dello 0,9 per cento, decisamente inferiore al quattro per cento del 2017. Nel corso degli ultimi dieci anni, da giugno 2008 a giugno 2018, la performance annuale globale delle Opci grand public è stata pari al 4,9 per cento.

Tavola  
18

## LE OPCI GRAND - PUBLIC OPERATIVE IN FRANCIA

dicembre 2018

Opci	Società di gestione	Anno di creazione	Nav (Mln di euro)
1 Opcimmo	Amundi	2011	7.503
2 Axa Selectiv Immo	Axa Reim	2012	3.066
3 Diversipierre	Bnp Paribas Reim	2014	1.374
4 Axa Selectiv Immoservice	Axa Reim	2016	926
5 Immo Diversification	Aew Ciloger	2013	855
6 Franceurope Immo	Aew Ciloger	2008	561
7 SwissLife Dynapierre	SwissLife Reim	2010	232
8 Groupama Gan Pierre 1	Groupama Gan Reim	2015	212
9 Preimum	Primonial Reim	2016	169
10 LFP Opsis Patrimoine	La Française Rem	2009	145
11 EDR Immo Premium	Cleveland	2017	73
12 Immanens	Amundi	2013	73
13 Sofidy Pierre Europe	Sofidy	2018	17
14 Transimission Immobilier	Amundi	2014	11
15 Silver Génération	A Plus Finance	2016	11
16 LF Cerenicimo +	La Française Rem	2017	10
17 LF Opsis Epargne Immobilière	La Française Rem	2018	n.d.
18 Kyaneos Résidentiel	Kyaneos AM	2018	n.d.
<b>Totale</b>			<b>15.238</b>

Fonti varie

L'asset allocation è in continua evoluzione sia per quanto riguarda la ripartizione geografica che per la tipologia di immobili.

Il 55 per cento del patrimonio è localizzato in Francia, con il venti per cento circa a Parigi, il 22 nell'Île - de-France e il 14 per cento nelle altre regioni. Cresce la diversificazione geografica, con un peso in calo per la Germania (16 per cento), il Regno Unito (sette per cento) e un interesse maggiore per Benelux (otto per cento), il gruppo Italia-Spagna-Portogallo (otto per cento) e il gruppo Austria-Repubblica Ceca-Slovenia (tre per cento).

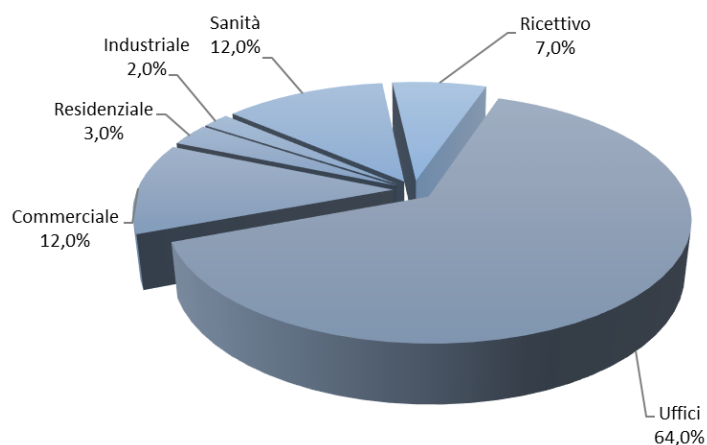
È interessante osservare la ripartizione territoriale del patrimonio gestito di Opcimmo, che costituisce la metà dell'attivo netto delle Opci grand public. Il 57 per cento dei beni è localizzato in Francia, in lieve crescita sullo scorso anno, mentre in calo sono i beni localizzati in Uk, in continua diminuzione, che scendo dal nove al tre per cento. Si conferma l'interesse per l'Italia, con il cinque per cento dei beni, capofila tra i Paesi del Mediterraneo.

Le strategie di investimento confermano l'attenzione per il comparto uffici, che costituisce quasi i due terzi del totale, così come rimane elevato l'interesse per le strutture sanitarie, seconda asset allocation. In crescita l'interesse per i comparti ricettivi e commerciale, mentre il settore industriale/logistica ha subito una lieve battuta d'arresto.

Tavola  
19

## ASSET ALLOCATION DELLE OPCIS GRAND - PUBLIC FRANCESI

% della superficie\*, dicembre 2017



\* Opci grand public

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Opci, Aspim

## 2.2.2. GERMANIA

## ➤ I fondi aperti

Continua la fase positiva dei fondi immobiliari aperti, al 31 dicembre 2018 in Germania operavano quarantatré fondi di cui diciotto in fase di liquidazione, con tredici nuovi veicoli. Il patrimonio complessivo ha superato i novantotto miliardi di euro, realizzando un incremento di oltre il dieci per cento. Le previsioni per il prossimo anno confermano la vivacità attuale dei veicoli, la ragione principale rimane il rendimento appetibile nell'attuale contesto di mercato.

Nel 2018 è proseguita l'azione di dismissione dei patrimoni dei fondi tedeschi in liquidazione, compensata dal costante aumento del valore del patrimonio in gestione da parte dei veicoli regolarmente operativi, che beneficiano dell'immissione sul mercato di nuova offerta.

L'incremento medio del rischio di gestione dei fondi aperti tedeschi, dovuto a elevati volumi di acquisto, prezzi al rialzo sul mercato e maggiori investimenti nello sviluppo di progetti, è compensato dall'aumento dei rendimenti (attribuibile a tassi di occupazione elevati e all'aumento del valore dei portafogli immobiliari).

Continua, per il settimo anno consecutivo, attestandosi al 95,8 per cento (in lieve incremento rispetto al 2017) la crescita del tasso di occupazione. Nel 2011, il tasso di occupazione medio era del 91,8 per cento. Il perdurare dell'interesse è in parte dovuto all'elevata domanda di spazi per uffici.

La dimensione media del valore degli immobili nei portafogli di fondi immobiliari aperti è in costante aumento da cinque anni. Alla fine del 2018, ammonta a 101 milioni di euro, nel 2014 era solo 79 milioni di euro, ciò corrisponde ad un aumento di quasi il trenta per cento. Risulta particolarmente significativo l'incremento di immobili nel range compreso tra i duecento e i cinquecento milioni di euro.

I primi dieci fondi riuniscono oltre l'87 per cento del patrimonio complessivo, i primi cinque detengono portafogli per un valore di oltre 63 miliardi.

L'indice di gradimento degli investitori verso i fondi immobiliari aperti negli ultimi anni è in crescita. La ragione di questo apprezzamento è riconducibile alle buone performance registrate dai fondi. La performance media dei primi dieci fondi è del 2,4 per cento con punte del 3,6 per cento per Deka Immobilien Europa e WestInvest InterSelect.

Il miglioramento delle performance è attribuibile anche agli elevati prezzi sui mercati (indipendentemente dalle funzioni immobiliari insediate negli edifici) che ha spinto numerosi gestori a razionalizzare il portafoglio cedendo immobili con vacancy elevata e orientando le acquisizioni verso proprietà di grandi dimensioni con full occupancy per aumentare il tasso di occupazione medio. Al contempo il ringiovanimento dei portafogli, anche a fronte di elevati costi di acquisto, consente di ridurre i costi di manutenzione e rende più appetibili gli immobili nelle dismissioni.

Dall'analisi dei diciassette fondi più significativi è emerso che per il 2018 il tasso di occupazione varia dal 91,90 per cento al 99,90 per cento: Deka-Immobilien North America (fondo con un patrimonio di circa 290 milioni di euro, che rappresenta solo l'1,8 per cento del Nav totale) è in testa alla classifica.

I risultati ottenuti con i fondi aperti tedeschi sono ben al di sopra del livello attualmente raggiungibile con altre opzioni di investimento in obbligazioni di alta qualità o depositi a termine. L'interesse vivace verso il comparto ha spinto il lancio di nuovi veicoli.

Nel 2019 ci si aspetta il perdurare dell'interesse degli investitori verso i fondi immobiliari aperti come stimolante opportunità di investimento. Per questo motivo, i gestori si trovano nuovamente di fronte alla sfida di indirizzare gli afflussi di capitale e di controllare efficacemente la liquidità.

La crescita dei fondi aperti potrebbe cessare solo al verificarsi di un sensibile aumento dei tassi di interesse e ad un conseguente rilancio degli investimenti alternativi che in tal modo tornerebbero a riguadagnare appeal.



Tavola  
20

## I DIECI FONDI APERTI PIÙ IMPORTANTI OPERATIVI IN GERMANIA NEL 2018

N°	Fondo	Società di gestione	Patrimonio (Mln di euro)	Rendimento (%)
1	Deka-ImmobilienEuropa	Deka Immobilien Investment GmbH	16.270	3,6
2	HausInvest	Commerz Real AG	14.500	1,9
4	Unilmmo Deutschland	Union Investment Real Estate GmbH	12.965	2,8
3	Unilmmo Europa	Union Investment Real Estate GmbH	12.300	2,4
5	WestInvest InterSelect	WestInvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH	7.515	3,6
6	Grundbesitz europa RC	DWS Grundbesitz GmbH	6.850	3,1
7	Deka-ImmobilienGlobal	Deka Immobilien Investment GmbH	5.270	1,7
8	Unilmmo: Global	Union Investment Real Estate GmbH	3.530	2,1
9	Unilnstitutional European Real Estate FK	Union Investment Privatfonds GmbH	3.300	2,5
10	Unilnstitutional European Real Estate	Union Investment Real Estate GmbH	3.300	0,4
<b>Totale</b>			<b>85.800</b>	<b>2,4</b>

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi

L'asset allocation è sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente: la tendenza è verso la conferma dei volumi di alcune funzioni e una sempre maggiore diversificazione per la restante parte di patrimonio.

La quota di uffici è in lieve decremento e forma quasi il 55 per cento del totale delle superfici immobiliari di proprietà dei fondi quotati tedeschi.

Il retail, dopo il balzo del 2017 (passato dal 18 per cento del 2016 al 25,7 per cento del 2017) cresce lievemente, sfiorando il 26 per cento.

Si conferma la perdita di attenzione per la logistica che nel 2018 ha formato quasi il quattro per cento del patrimonio. Perdura un lieve decremento nel comparto residenziale che si attesta sotto il cinque per cento. La ragione di questo cambiamento va rintracciata negli elevati oneri di gestione del comparto e di un nuovo interesse della domanda finale.

Nel 2018, in continuità con le tendenze del 2017, gli investimenti hanno riguardato prevalentemente gli uffici con una concentrazione superiore al 68 per cento; in controtendenza rispetto all'anno precedente il risultato conseguito dagli hotel e dal comparto commerciale, pur rappresentando una rilevante quota nelle scelte (rispettivamente l'8,5 per cento e il 17,7 per cento del totale).

I più grandi fondi aperti tedeschi (14 con un patrimonio che varia da un miliardo ad oltre 16 miliardi di euro) hanno investito per nuove acquisizioni circa 7,8 miliardi di euro nel 2018, un volume di acquisto simile a quello del 2017 (circa 8,3 miliardi di euro).

Rispetto al volume totale degli investimenti compiuti nello scorso anno, oltre la metà (4,3 miliardi di euro) sono stati realizzati da tre fondi. Il fondo più attivo è HausInvest con un volume di acquisto di 1,8 miliardi di euro (a fronte di un patrimonio di 14,5 miliardi di euro). Deka-ImmobilienEuropa segue in seconda posizione e ha investito oltre 1,6 miliardi di euro in nuovi immobili. WestInvest InterSelect si aggiudica il

terzo posto sul podio degli investimenti più cospicui compiuti dai fondi nel 2018 con un investimento di 946 milioni di euro.

Un fattore chiave nella determinazione dell'elevato volume di acquisti è il continuo afflusso di capitali. Nel 2018, i 14 fondi immobiliari aperti hanno ricevuto iniezioni di capitali pari a cinque miliardi di euro (sei miliardi di euro nel 2017).

La Germania continua a concentrare l'interesse delle attività di investimento dei fondi aperti domestici, mentre diminuisce quello verso gli immobili statunitensi. Nel 2018, i fondi hanno acquisito proprietà in 18 paesi. Quasi tre miliardi di euro e quindi circa il 39 per cento del volume totale degli investimenti è stato utilizzato per l'acquisizione di immobili tedeschi. Seguono gli Stati Uniti (980 milioni di euro pari al 13 per cento) e la Gran Bretagna (780 milioni di euro corrispondenti al dieci per cento, quota dimezzata rispetto all'anno prima). Rispetto al 2017 colpisce il significativo calo delle attività di investimento nel Regno Unito, decremento dovuto principalmente al clima di incertezza determinato dalla Brexit.

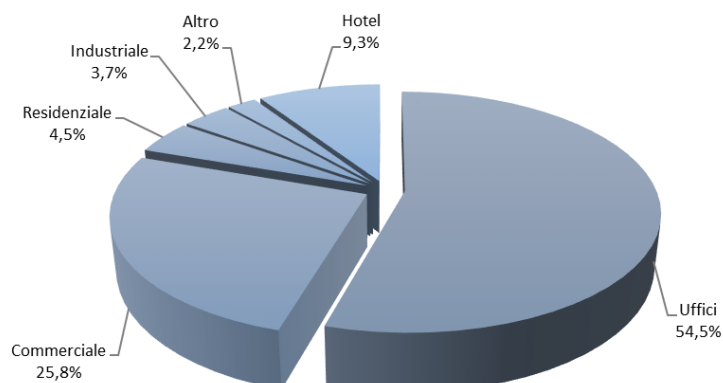
Gli investimenti in beni localizzati nel territorio statunitense stanno diminuendo progressivamente. Nel 2016, i fondi immobiliari aperti tedeschi avevano stanziato più di un terzo del totale degli investimenti negli Stati Uniti. Due anni dopo, questa quota si attesta al 13 per cento. La causa del calante interesse verso gli immobili americani va rintracciata essenzialmente negli alti costi di copertura valutaria tra dollaro ed euro. Il cambio sfavorevole per gli investitori in euro rende alla data attuale gli investimenti statunitensi meno allettanti.

Ciononostante, confrontando la mappa delle allocazioni delle risorse degli ultimi anni, è possibile affermare che il biennio precedente (2016/2017) ha rappresentato un'eccezione (guidato da interessanti opportunità di mercato): i fondi tedeschi tornano a concentrare i propri investimenti nell'Eurozona e in particolare in Germania.

Lo stato attuale di questo tipo di veicolo non dà evidenza della difficoltà che lo stesso ha vissuto nel periodo negativo del ciclo immobiliare. A partire da dicembre 2011 diciotto fondi con un patrimonio in gestione di circa ventisei miliardi di euro sono stati chiusi e poi liquidati. Nel 2018 continua la dismissione dei portafogli rimasti ancora in capo ai fondi in liquidazione.

Tra i fondi aperti perdura il successo incontrastato di Deka Immobilien Europa, il colosso continua ad occupare il gradino più alto sia nella top ten tedesca che in quella europea con un patrimonio che oltrepassa i sedici milioni di euro. Il fondo investe principalmente in uffici ed edifici commerciali nelle capitali e nelle città europee vincenti. In misura marginale gli investimenti sono rivolti agli alberghi e alla logistica.

**Tavola 21** ASSET ALLOCATION DEI FONDI APERTI TEDESCHI  
% della superficie, dicembre 2018



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi aperti tedeschi

### ➔ I fondi riservati

Continua l'accelerazione dei fondi riservati grazie al perdurare degli effetti delle modifiche legislative introdotte nel 2015 e del recepimento della direttiva Aifmd e alla legge tedesca sugli investimenti Kagb che determina un più agevole accesso degli investitori istituzionali.

Il valore del patrimonio immobiliare gestito tedesco, triplicatosi negli ultimi cinque anni, si sta avvicinando a quello dei fondi aperti: solo cinque anni fa i volumi dei fondi riservati erano il trenta per cento di quelli dei fondi aperti; nel 2018 ne rappresenta il novanta per cento.

Diversi nuovi veicoli hanno fatto ingresso sul mercato e i fondi esistenti hanno ricevuto consistenti iniezioni di nuovi capitali, con conseguente aumento del patrimonio gestito.

Nel 2018 il patrimonio totale è arrivato a sfiorare i novanta miliardi di euro, con un incremento complessivo del 17 per cento sui dodici mesi precedenti. Le previsioni per l'anno in corso sono di ulteriore ampliamento.

Il 2018 ha registrato, inoltre, l'ingresso sul mercato di dieci nuovi fondi, che hanno portato il numero totale a 185. In costante crescita anche il patrimonio medio, passato da 440 milioni di euro a 459. Rimane evidente la differenza di taglia dei fondi riservati che possiedono dimensioni ridotte rispetto ai fondi aperti.

Anche per i fondi riservati la propensione alla diversificazione del prodotto immobiliare su cui investire è in crescita.

Continua la supremazia di Patrizia Immobilien, che nel novembre del 2017 ha acquisito Triuva Kapitalverwaltungsgesellschaft, espandendo in questo modo la sua posizione in Germania e nel resto d'europa.

Tavola  
22

## ANDAMENTO DEI FONDI RISERVATI TEDESCHI

Mln di euro

Anno	Numero	Patrimonio totale	Patrimonio medio per fondo
1993	9	1.443	161
1996	13	2.144	165
1997	16	2.303	144
1998	21	2.951	141
1999	31	4.618	149
2000	41	6.387	156
2001	49	8.778	179
2002	60	11.726	195
2003	75	13.485	180
2004	86	14.400	167
2005	93	16.188	174
2006	101	18.325	181
2007	106	19.547	184
2008	119	19.856	167
2009	110	16.280	148
2010	115	17.800	155
2011	115	20.550	179
2012	120	25.030	208
2013	125	29.500	236
2014	156	48.800	313
2015	162	56.650	350
2016	170	64.500	379
2017	175	77.400	442
2018	185	89.900	486
2019*	190	93.000	489

\*Stima

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Deutsche Bundesbank

### 2.2.3. GRAN BRETAGNA

Il settore dei fondi immobiliari inglesi nel 2018 ha risentito del clima di incertezza legato alla Brexit, con operatori e investitori intimoriti dall'ipotesi che il mercato immobiliare venga ulteriormente colpito dal rallentamento economico. Gli ultimi avvenimenti confermerebbero tali preoccupazioni. I risultati delle elezioni europee hanno contribuito ad accentuare il problema, rivelando la profonda spaccatura tra chi auspica di uscire dall'Unione Europea anche senza un accordo e chi invece desidera restare. La premier inglese e leader dei Conservatori ha annunciato le dimissioni, lascerà il 7 giugno e non è chiaro come verrà gestito il passaggio di mandato. L'UE ha ribadito la sua posizione non lasciando spazio alla possibilità di rinegoziazione dell'accordo di recesso con Londra.

Mentre i livelli di cassa si attestano su livelli leggermente migliori rispetto a metà 2016, esiste attualmente la possibilità che la reazione del mercato sia più severa rispetto a quella avvenuta dopo il risultato del referendum, in particolare se l'esito fosse lo *scenario no-deal*. Secondo gli analisti, gli investitori al dettaglio hanno ritirato 315 milioni di sterline dai fondi del mercato immobiliare a dicembre, un volume paragonabile ai deflussi registrati in ciascuno dei due mesi successivi al referendum del 2016, quando i fondi furono costretti a sospendere le negoziazioni e impedire agli investitori ulteriori rimborsi. La liquidità nel settore dei fondi non è attualmente abbastanza ampia da impedire ai gestori di introdurre restrizioni ai riscatti di fondi, qualora essi temano un forte ridimensionamento del mercato a causa degli sviluppi dei prossimi mesi. I rapidi cambiamenti nel sentiment, in relazione alle dichiarazioni politiche, ad esempio, potrebbero causare picchi nelle richieste di rimborso oltre la liquidità disponibile, indipendentemente dalle proprietà detenute dai fondi.

A novembre 2018 la Banca d'Inghilterra ha lasciato invariati i tassi d'interesse allo 0,75 per cento, in linea con le attese del mercato. In futuro la risposta della politica monetaria non sarà automatica e l'esatto impatto non può essere determinato in anticipo. L'assenza di chiarezza rispetto al futuro provoca volatilità a breve termine nelle statistiche economiche e crea una serie di tensioni per l'economia in generale e per le imprese nel dettaglio che non permettono di elaborare delle proiezioni sull'andamento a medio termine, tantomeno sul lungo periodo.

Nella sua relazione trimestrale, la Banca centrale inglese sottolinea come tale incertezza rappresenti la più grande resistenza agli investimenti. Gli analisti immobiliari che in gran parte concentrano la loro attenzione su Londra considerano lo scenario peggiore del *no deal*, con le conseguenti ricadute sul Pil che nella più negativa delle ipotesi perderebbe fino all'8 per cento in un anno e la contrazione della sterlina, nefasto per il comparto, soprattutto per il settore residenziale con diminuzione dei prezzi a due cifre e aumento della vacancy.

Il clima di tensione e incertezza si riflette sui fondi immobiliari UK che registrano Nav e rendimenti in flessione. Alla fine del 2018 risultano attivi sessantaquattro fondi immobiliari, con un patrimonio di poco più di settantaquattro miliardi di euro, in ribasso rispetto ai valori del 2017.

La categoria predominante è rappresentata dai **fondi diversificati** con 29 veicoli, nella quale si concentra oltre il quarantacinque per cento del valore totale, con un patrimonio complessivo del valore di oltre trentatré miliardi di euro. Il numero dei **fondi specializzati** scende leggermente: da 16 presenti nel 2017 agli odierni 15, con una contrazione del peso che nel 2018 rappresenta quasi il sedici per cento del Nav complessivo, in controtendenza rispetto all'incremento registrato nel 2017.

Si conferma la crescita dei **fondi long income**, lanciati sul mercato sei anni fa, la cui strategia puntava al raggiungimento di rendimenti più elevati: sono sette veicoli, due in più rispetto al 2017, con un patrimonio complessivo del valore di oltre dodici miliardi di euro. A dicembre 2018, M&G Secured Property Income Fund, un long income, si conferma il fondo di maggiori dimensioni con un patrimonio di oltre i 4,7 miliardi di euro, in rialzo rispetto all'anno precedente, segue M&G Property Portfolio con un NAV di quasi 4 miliardi di euro e al terzo posto si posiziona il bilanciato BlackRock UK Property Fund, il cui patrimonio si conferma in leggero rialzo, quasi 3,9 miliardi di euro rispetto ai 3,8 del 2017.

Il patrimonio medio dei fondi inglesi ammontava a fine 2018 a poco meno di 1,2 miliardi di euro, in leggero ribasso rispetto al 2017.

Il patrimonio dei primi dieci fondi immobiliari della Gran Bretagna si attesta ad oltre 33 miliardi di euro, registrando un decremento del 3,7 per cento rispetto al 2017.

Analizzando la serie storica del suddetto patrimonio appare evidente come il confronto dei risultati in euro con l'anno precedente sia influenzato dal cambio della valuta, registrata dalla sterlina nei confronti dell'euro. La contrazione del patrimonio calcolata sul valore espresso in sterline è del 2,9 per cento, ma se si applica il cambio in euro si attesta a meno 3,7 per cento.

I rendimenti dei primi dieci fondi immobiliari britannici si collocano complessivamente sul 4,3 per cento (con un range che varia dal meno 0,2 per cento al 7,2), con una decisa flessione (meno 49 per cento) rispetto al 2017 quando era stata registrata una media dell'8,4 per cento.

Tavola  
23

## I PRIMI DIECI FONDI IMMOBILIARI OPERATIVI IN GRAN BRETAGNA NEL 2018

Società	Tipologia	Patrimonio Mln di sterline	Patrimonio Mln di euro	Rendimento %
1 M&G Secure Property Income Fund	Long income	4.240	4.740	7,2
2 M&G Property Portfolio	Altro	3.530	3.946	3,2
3 BlackRock UK Property Fund	Bilanciati	3.462	3.871	4,9
4 Legal & General UK Property Fund	Altro	3.226	3.607	1,1
5 Royal London UK Real Estate Fund	Bilanciati	2.996	3.349	6,9
6 Standard Life Investments Pooled Pension Property Fund	Bilanciati	2.789	3.118	-0,2
7 Janus Henderson UK Property PAIF	Altro	2.728	3.050	3,1
8 Schroder UK Real Estate Fund	Bilanciati	2.596	2.902	5,5
9 Standard Life Investments Long Lease Property Fund	Long income	2.492	2.786	6,7
10 Threadneedle Pensions Limited	Bilanciati	2.029	2.268	4,6
<b>Totale</b>		<b>30.088</b>	<b>33.635</b>	<b>4,3</b>

Fonte: Aref

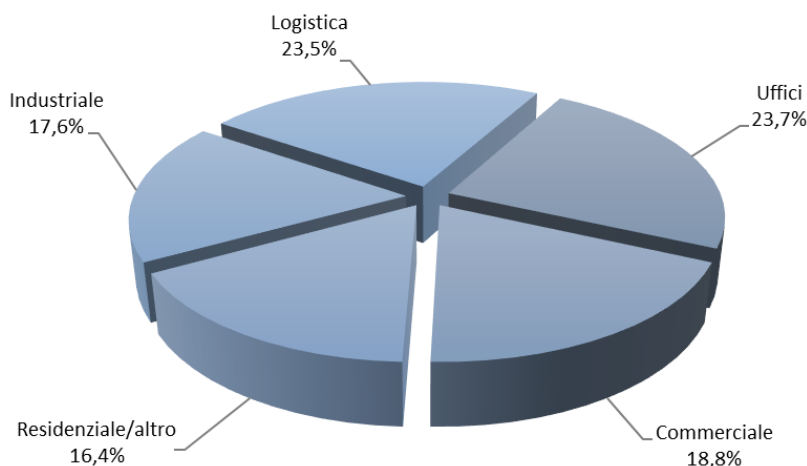
L'asset allocation ha subito lievi variazioni. Le superfici ad uso ufficio coprono quasi il ventiquattro per cento del totale, seguite dagli spazi dedicati alla logistica (23,5 per cento), al commercio (18,8 per cento) e industriale (17,6 per cento). Il 16,4 per cento del patrimonio è sviluppato per ospitare le residenze e funzioni specializzate nei servizi, dalle infrastrutture agli spazi per la ricerca, fino a quelli per il tempo libero.

Gli immobili di tipo industriale dispongono di solidi fondamentali in materia di locazione, mentre per quanto riguarda il mercato degli uffici nell'area di Londra, la domanda di spazi a destinazione terziaria e servizi co-

working si è ridotta. Anche il settore immobiliare degli spazi per uso commerciale ha sofferto, colpito da cambiamenti strutturali, come il crescente impiego della modalità di acquisto on line rispetto a quella tradizionale presso il punto vendita, con conseguente incremento della domanda di spazi ad uso logistico.

**Tavola 24** ASSET ALLOCATION DEI FONDI IMMOBILIARI INGLESIS

% della superficie, dicembre 2018



Fonte: Aref, Ipd

### 2.2.5. SVIZZERA

Il rallentamento dell'economia mondiale e i rischi congiunturali hanno frenato in maniera considerevole la fase di espansione dell'economia svizzera. Considerate le importanti incertezze, è poco probabile che nel 2019 gli investimenti in Svizzera aumentino, ma il consumo dovrebbe rimanere stabile. La stima di crescita del prodotto interno lordo per il 2019, a fine 2018 era indicata all'1,4 per cento ma i primi mesi dell'anno evidenziano la possibilità di performance inferiori; la situazione dovrebbe poi migliorare leggermente nel 2020. L'occupazione dovrebbe aumentare l'anno prossimo, mentre il tasso medio di disoccupazione è stimato al 2,4 per cento. Per il 2019, il tasso di inflazione dovrebbe essere di 0,8 per cento: una buona notizia per i lavoratori, poiché l'atteso aumento dei salari nominali, dell'1,2 per cento, si tradurrà in un aumento dei salari reali. In sintesi, l'economia nazionale è sostenuta da una crescita costante, anche se un po' più debole, dell'occupazione e dal continuo leggero calo della disoccupazione.

Dopo una crescita estremamente positiva nel primo semestre 2018, l'andamento dell'economia elvetica nel terzo trimestre è stato deludente. L'economia interna è rimasta stabile, con fluttuazioni delle attività economiche a breve termine attribuibili al commercio estero. Il dinamismo dell'economia mondiale ha portato ad una forte domanda di beni e servizi svizzeri. Anche se nel terzo trimestre si è registrato un calo della domanda e le esportazioni soprattutto verso l'Europa e l'Asia sono state deludenti.

Il rallentamento della crescita del terzo trimestre è stato solo temporaneo. In ottobre le esportazioni di merci sono di nuovo fortemente aumentate, battendo il record mensile di tutti i tempi. Esse evolvono in maniera molto più dinamica delle esportazioni di servizi. Complessivamente, le esportazioni del 2018 si sono attestate su livelli di gran lunga superiori rispetto al 2017. Nel 2018 le imprese hanno investito ingenti

capitali per l'ammmodernamento degli impianti di produzione e per lo sviluppo di nuove attività commerciali. Il settore delle costruzioni continua a crescere, ma ad un ritmo molto più lento rispetto a questi ultimi.

I fattori di incertezza per le imprese elvetiche si sono notevolmente intensificati: il conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina, la Brexit, il timore di una nuova crisi del debito in Europa ed eventuali misure da parte dell'UE dovute all'evoluzione incerta delle relazioni con la Svizzera. A causa del deterioramento del contesto economico mondiale, le aspettative di crescita sono riviste al ribasso. Ciononostante, per i maggiori settori di esportazione (industria chimico-farmaceutica, tecnologia medica, ingegneria meccanica, elettrotecnica e metallurgica, nonché l'industria tessile e orologiera) si prevede una crescita per il prossimo anno e un aumento dell'occupazione. I fornitori di servizi fortemente orientati all'esportazione, come banche e alberghi, si aspettano buoni risultati anche nel 2019. A differenza degli esportatori di merci, tuttavia, l'occupazione è stabile (industria alberghiera) o in flessione (settore bancario). Le assicurazioni e il commercio, più orientati al mercato interno, tagliano posti di lavoro.

L'incertezza si riflette soprattutto nel fatto che le imprese sono diventate più caute. Per questo motivo, gli investimenti in equipaggiamenti non sono previsti in aumento nel 2019. Ciò vale anche per gli investimenti nel settore delle costruzioni. Mentre il settore delle costruzioni per le opere di finitura è ancora in espansione, ci si attende un calo il prossimo anno nel settore dell'edilizia principale. Ciò è dovuto principalmente al rallentamento della costruzione di alloggi. L'ingegneria civile pubblica ha, dal canto suo, un effetto di supporto. Come negli scorsi anni, anche nel 2019 i settori dei fiduciari e dei consulenti, la sanità, le amministrazioni pubbliche, la formazione e la ricerca nonché i trasporti continueranno a prosperare. Sul fronte dei prezzi, non ci sono segnali di cambiamento. Inoltre, i prezzi del petrolio sono in calo e il franco si è nuovamente apprezzato. Di conseguenza, i prezzi all'importazione non provocano un'impennata dell'inflazione in Svizzera.

Le banche svizzere se da un lato beneficiano dell'effetto positivo della tenuta nella gestione di patrimoni dall'altro devono gestire tassi negativi, stabiliti dalla Banca nazionale svizzera per frenare un franco che tende ad essere troppo forte e dunque a penalizzare l'export svizzero. La piazza finanziaria elvetica sta mantenendo la leadership internazionale nel private banking, nonostante non ci sia più il segreto bancario per i non residenti, anche se inizia ad essere minacciata dall'emergere di altre valute, come lo yen.

Il 2018 è stato caratterizzato da un clima di generale confusione sui mercati finanziari, complici i dazi commerciali imposti dagli Usa alla Cina e le tensioni con la Russia sulla delicata questione siriana - lo yen è stato acquistato confermandone lo standing globale di valuta rifugio. In altri tempi gli investitori avrebbero diversificato le posizioni "rifugio" anche sul franco svizzero che invece è in sofferenza: ad aprile 2018 l'euro ha sfiorato quota 1,2 franchi. Allo stato attuale, a trascinare al ribasso il franco ha contribuito indirettamente il presidente degli Usa: annunciando nuove sanzioni contro la Russia (sul caso Siria) sta spingendo molti oligarchi del Cremlino a fare cassa, riportando a casa gli investimenti e i depositi in quello che per molti può ormai essere definito un "ex paradiso" fiscale. I deflussi di capitale dalla Svizzera, complice la forte spinta che arriva dai magnati di Mosca, stanno avendo un inevitabile impatto sul franco, come visto in forte calo e tornato sull'euro ai livelli di gennaio 2015. Le reazioni sulla divisa elvetica confermano l'ultima tendenza dei mercati. In questa fase di incertezza geopolitica gli investitori più che abbandonare le Borse (che continuano a viaggiare su multipli importanti) o i bond (che invece sono a rischio bolla complici le esagerate politiche espansive delle banche centrali negli ultimi 10 anni) dimostrano il loro nervosismo sul mercato delle valute. Creando tra l'altro alcuni paradossi, come quello che vede in questo momento di incertezza, *Brexit o non Brexit*, la sterlina una sorta di bene rifugio, mentre il franco svizzero pare al momento aver perso questo status. Allo stesso tempo il dollaro, cresciuto molto su scala globale a partire dal 2011, sta mettendo in difficoltà molti Paesi emergenti che da anni, per conferire maggiore stabilità alla propria economia, hanno agganciato (attraverso il *peg*) la loro divisa al biglietto verde. E oggi stanno valutando di tornare al passato.

Il mercato immobiliare svizzero nel 2018 è caratterizzato da una fase di consolidamento: al pari dell'aumento dei prezzi, il trend al ribasso dei tassi di interesse sembra essere uno degli indici principali della positiva ripresa del settore immobiliare, anche se l'aumento del tasso di sfritto, crea una certa vulnerabilità alla correzione dei prezzi. La causa della generale stabilizzazione del mercato immobiliare svizzero è da ricercare anche nella presenza di condizioni congiunturali positive, come l'aumento previsto



del Pil per il 2019, che lascia presagire un incremento dell'1,4 per cento, con una flessione interessante del tasso di disoccupazione.

L'attrattiva degli investimenti in questo settore è rimasta molto alta nel biennio 2017-2018, legata, oltre a tassi di interessi bassi, ad una maggiore stabilità rispetto ad altre fonti di investimento, come i mercati azionari. L'andamento dei prezzi sembra essere stabile per quanto concerne gli immobili destinati ad uffici, mentre per il residenziale si presenta un trend in leggero aumento. I canoni, nelle città principali del Paese, sono spinti da una forte dinamicità del mercato e un veloce ricambio dei contratti, dovuto alla tradizionale domanda di trasferimento per motivi lavorativi. Dopo una flessione che aveva destato alcune preoccupazioni rispetto alla crescita del settore immobiliare, nel 2018 i prezzi per la proprietà delle abitazioni sono tornati a crescere, raggiungendo livelli record. Dal punto di vista degli acquirenti, comprare oggi un appartamento costa più che in passato, ma rappresenta anche un investimento interessante in forza della dinamica crescente che stanno assumendo i valori immobiliari.

Secondo gli analisti, i tassi dovrebbero rimanere particolarmente bassi per tutto il 2019, anche per l'effetto della tradizionale preferenza della proprietà rispetto agli affitti e alla minore presenza di offerta nel settore della vendita rispetto a quello delle locazioni.

Gli investitori immobiliari non hanno potuto sottrarsi alla spirale discendente che ha dominato i mercati nel 2018. Le azioni delle società immobiliari svizzere quotate alla borsa valori di Zurigo SIX hanno conseguito un rendimento complessivo del meno 2,1 per cento. I fondi immobiliari ne sono usciti ancora più penalizzati (meno 5,3 per cento). Ma sia per l'ampio indice azionario SPI (meno 8,6 per cento) sia per le azioni immobiliari dell'eurozona (meno 11,6 per cento) la correzione è stata addirittura più accentuata. Ancora non si intravede una via d'uscita dall'era dei tassi negativi. A fine anno i tassi d'interesse a lungo termine hanno segnato un netto calo, di conseguenza i premi di rendimento di fondi (310 punti base) e azioni (400 punti base) hanno raggiunto i massimi livelli da due anni rispetto ai titoli di Stato. Dal fronte dei tassi continua a soffiare un vento favorevole per gli investimenti immobiliari. Per i fondi immobiliari quotati a Zurigo, le transazioni sul mercato dei capitali sono state straordinariamente alte nel 2017. Nel complesso sono stati operati aumenti di capitale, lanci e nuove quotazioni per un volume di circa 3 miliardi di CHF. Nel 2018 questo volume è sceso a 990 milioni di CHF. Tuttavia sarebbe prematuro dubitare dell'interesse degli investitori per i fondi immobiliari in base alla performance negativa e al calo delle transazioni sul mercato dei capitali nell'indice principale (SXI Real Estate Funds). Tanto più che una parte consistente delle transazioni si è spostata sui valori secondari e sui prodotti non quotati. Nel 2018 circa 2,5 miliardi di CHF sono confluiti in simili fondi, in parte accessibili ai soli investitori qualificati. Nel complesso è stato raccolto quasi tanto capitale quanto nel 2017, il che spiega in parte la debole performance dell'esercizio. A seguito della performance negativa, si sono decisamente ridimensionati anche gli aggi dei fondi quotati. Mediamente, alla fine del 2018 ammontavano ancora al 15,6 per cento (rispetto al 28,3 dell'anno precedente), attestandosi al di sotto della loro media di lungo termine per la prima volta da quasi cinque anni. A differenza di oggi, allora gli interessi si muovevano però in territorio nettamente positivo. A inizio 2019 gli investitori hanno colto l'opportunità d'acquisto offerta da valutazioni attraenti in relazione al livello dei tassi. Di conseguenza gli aggi sono di nuovo aumentati, raggiungendo il 20,6 per cento a fine gennaio.

La tendenza al ridimensionamento delle differenze diaggio tra i fondi con focus sul residenziale e quelli con focus sugli immobili commerciali è proseguita anche nel 2018. A fine 2018 la maggiorazione dell'aggio sui fondi immobiliari residenziali era ancora di 9,5 punti percentuali: era dal 2012 che non si scendeva sotto questo valore. In particolare le superfici a uso ufficio beneficiano della situazione congiunturale favorevole, mentre il mercato delle abitazioni in affitto continua a essere caratterizzato da un crescente eccesso di offerta. La crescente domanda di prodotti con focus sugli immobili commerciali da parte degli investitori dovrebbe, almeno in parte, spiegare anche la migliore performance delle società anonime immobiliari rispetto ai fondi.

Il miglior andamento delle superfici commerciali rispetto a quelle abitative trova riscontro anche nell'evoluzione delle superfici sfitte dei diversi fondi. Nel complesso le perdite di redditi da locazione dei fondi immobiliari quotati hanno fatto registrare un lieve aumento rispetto all'anno precedente (dal 5,0 al 5,1 per cento). Le perdite di reddito dei fondi con focus sulle superfici commerciali e miste, in calo per il terzo anno consecutivo, ammontavano ancora al 5,4 per cento. Per contro, tra il 2014 e il 2018, le perdite di reddito dei fondi immobiliari residenziali sono passate dal 3,8 al 4,9 per cento.

Nell'ambito della categoria dei fondi immobiliari residenziali, si è osservata una crescente attenzione alle superfici sfitte. I fondi con perdite di redditi da locazione sopra la media (superiori al 7 per cento) presentavano aggi sostanzialmente più bassi (7,6 per cento) rispetto a quelli con perdite di redditi da locazione inferiori alla media (minori del 4 per cento), che a fine 2018 segnavano un aggio medio del 19,5 per cento. Anche la diminuzione dell'aggio rispetto all'anno precedente è risultata più marcata per i fondi con il maggior tasso di superfici sfitte, con 17,2 punti percentuali.

Dunque nel confronto diretto tra azioni immobiliari e fondi immobiliari, hanno avuto la meglio le società anonime immobiliari. Queste ultime sono meno impegnate nel segmento abitativo e traggono maggior vantaggio dalla ripresa congiunturale. Tuttavia, rispetto ai fondi, presentano un andamento più ciclico e presumibilmente sarebbero più colpite dei fondi immobiliari da una congiuntura meno favorevole.

Con il prolungarsi della ripresa, aumenta tuttavia anche la probabilità di una crescita dei tassi d'interesse. I dati di mercato internazionali dimostrano che, in tempi di tassi in rialzo, gli investimenti immobiliari conseguono una performance nettamente più debole rispetto agli ampi indici azionari. Questo vale anche per le azioni e i fondi immobiliari svizzeri. Questi ultimi si sono sempre rivelati molto più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In fasi di interessi in calo, nella media di lungo termine hanno conseguito un rendimento annuo di 6,1 punti percentuali superiore rispetto alle fasi di tassi in rialzo. Per quanto riguarda le azioni immobiliari, la stessa differenza ammontava solo a 2,8 punti percentuali. A lungo termine, gli investitori che prevedono uno scenario caratterizzato da tassi costantemente bassi dovrebbero puntare sui fondi immobiliari. Chi si aspetta invece una stabile ripresa economica, dovrebbe aumentare le azioni immobiliari.

L'analisi dettagliata dei fondi real estate svizzeri, alla fine del 2018 evidenzia che nel territorio dei Cantoni hanno operato quarantadue veicoli (a fine 2017 erano trentasette) con un patrimonio del valore di oltre cinquantadue miliardi di euro e un considerevole incremento del 52 per cento rispetto all'anno precedente.

Il mercato è dominato dai due gruppi leader, Crédit Suisse e Ubs. Crédit Suisse gestisce nove fondi, con un patrimonio di oltre diciotto miliardi di euro, mentre Ubs ne possiede sei, con un valore di quasi quindici miliardi di euro. I due gruppi insieme gestiscono oltre il sessanta per cento del patrimonio dei fondi quotati svizzeri. Il fondo di maggiori dimensioni rimane Swiss Sima, gestito da Ubs, per un valore di 8,3 miliardi di euro, quasi la metà costituito da immobili residenziali e per la gran parte localizzati nella regione di Zurigo.

La performance media (YTD) dei dieci veicoli più importanti è diminuita del 9,2 per cento rispetto allo scorso anno, attestandosi intorno al 4,8 per cento (5,3 nel 2017), con una maggiore disomogeneità tra i diversi fondi e performance comprese tra il meno 4,0 e il più 11 per cento.

Tavola  
25

## I PRIMI DIECI FONDI IMMOBILIARI SVIZZERI OPERATIVI NEL 2018

Fondo	Società di gestione	Patrimonio (Mln di franchi)	Patrimonio (Mln di euro)	Performance %
1 UBS Swiss Sima	Ubs AG	9.368	8.313	11,0
2 CS REF International	Crédit Suisse	4.185	3.714	-0,9
3 CS 1a Immo PK	Crédit Suisse	3.870	3.434	-4,0
4 CS REF Siat	Crédit Suisse	3.037	2.695	5,9
5 CS REF LivingPlus	Crédit Suisse	2.873	2.549	4,2
6 UBS Swiss Anfos	Ubs AG	2.616	2.322	6,2
7 CS REF Green Property	Crédit Suisse	2.572	2.282	7,0
8 CS REF Interswiss	Crédit Suisse	2.365	2.099	9,7
9 UBS Swissreal	Ubs AG	1.988	1.764	10,1
10 Schroder Immo PLUS	Schroder Investment Management	1.612	1.430	-1,1
<b>Totale</b>		<b>34.486</b>	<b>30.603</b>	<b>4,8</b>

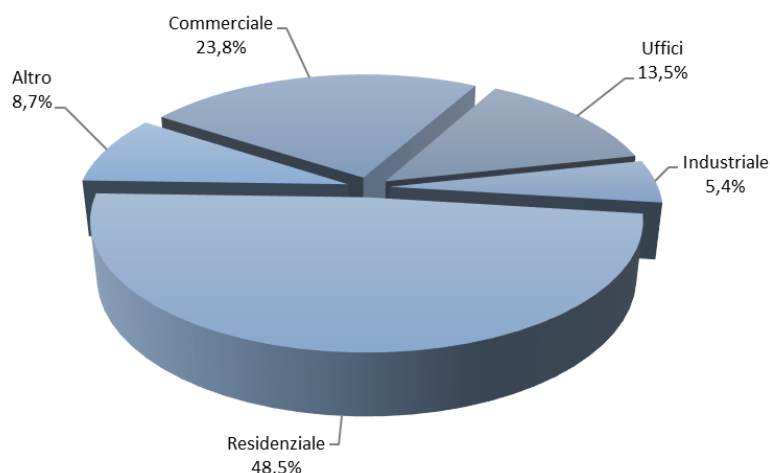
Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi

Il patrimonio dei fondi immobiliari svizzeri è concentrato prevalentemente nel comparto residenziale, pari a quasi il cinquanta per cento del valore complessivo. Oltre al residenziale appare evidente una preferenza per gli immobili commerciali, seguiti da quelli a destinazione terziaria, e, in misura minore con dato aggregato, hotel, cinema, case di cura. Il comparto della logistica e degli immobili industriali rimane il fanalino di coda. Si conferma, come avvenuto negli ultimi anni, l'attenzione dedicata dagli operatori alle caratteristiche e ai risultati di prestazione, in particolare in termini di sostenibilità e risparmio energetico, degli immobili nella fase di selezione degli investimenti.

In merito alle prospettive per il 2019, dopo un 2018 difficile anche per i titoli immobiliari, gli investimenti immobiliari indiretti in generale e i fondi immobiliari in particolare si sono affacciati al nuovo anno con valutazioni interessanti. Già a gennaio è stato possibile compensare la maggior parte delle perdite. In ultima analisi la correzione dell'anno scorso si è rivelata eccessiva, perché i premi di rendimento in relazione agli investimenti a tasso fisso si sono mantenuti ad alti livelli o si sono riavvicinati ai massimi di lungo termine. A gennaio gli investitori istituzionali hanno generalmente un maggior fabbisogno di investimenti, poiché devono investire i fondi risultanti dai versamenti fiscalmente agevolati nel secondo e terzo pilastro operati a fine anno. Interrogandosi sulla classe di investimento che, nel contesto predominante, potrebbe assicurare rendimenti positivi a fronte di rischi prevedibili, molti investitori si sono di nuovo espressi a favore dell'immobiliare, innescando una ripresa degli stessi.

**Tavola 26** ASSET ALLOCATION DEI FONDI IMMOBILIARI SVIZZERI

% della superficie, dicembre 2018



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati fondi

Nel corso dell'anno, le ridotte prospettive di variazione dei tassi e una congiuntura ancora relativamente buona dovrebbero dare impulso alle decisioni d'investimento, supportando una performance annuale positiva dei fondi e delle azioni immobiliari. Altri impulsi positivi potrebbero scaturire da un ulteriore rinvio del primo innalzamento dei tassi di riferimento da parte della Banca nazionale svizzera. Per contro vengono percepiti come fattori di rischio i crescenti problemi di commercializzazione sul mercato degli appartamenti in affitto, nonché un eventuale aumento dei tassi d'interesse.

Di conseguenza gli investitori potrebbero spostare l'attenzione sul reddito e preferire gli investimenti immobiliari che promettono una distribuzione solida e di lungo termine. Alla luce di una situazione di mercato sostanzialmente migliore per gli immobili a uso ufficio e industriali, la differenza di aggio tra i fondi immobiliari commerciali e quelli residenziali si è già ridotta sensibilmente. Nel corso del 2019 gli analisti prevedono dunque una performance analoga dei due tipi di fondi. Saranno in vantaggio i titoli con basse perdite di reddito da locazione, una buona diversificazione regionale e aggi non troppo elevati. Anche se ultimamente si è osservato un lieve indebolimento nella pianificazione di nuove superfici, nel 2019 dovrebbe affacciarsi sul mercato un volume di nuove costruzioni paragonabile a quello del 2018. Mentre le superfici abitative si scontrano con un mercato delle locazioni parzialmente saturo, le superfici commerciali dovrebbero in un primo tempo continuare a beneficiare della ripresa congiunturale.

Sul mercato delle transazioni si prevede un'ulteriore crescita dei premi di rischio per gli immobili al di fuori delle ubicazioni più attraenti. Per quanto concerne gli immobili residenziali nelle regioni rurali e gli immobili a uso ufficio in ubicazioni periferiche, non si escludono lievi correzioni di prezzo. Sul mercato fortemente competitivo dei centri, si confermano invece possibili lievi aumenti di prezzo. Qui i proprietari degli immobili dovrebbero ancora beneficiare di valori commerciali in aumento, anche nell'improbabile eventualità di un primo adeguamento dei tassi d'interesse da parte della Banca nazionale svizzera nel quarto trimestre. Tuttavia, oltre l'anno in corso, gli utili correnti degli immobili da reddito dovrebbero tornare nuovamente al centro dell'attenzione. Non si potrà più contare su plusvalenze dell'ordine degli ultimi anni, soprattutto per le superfici abitative.

### 3. I REIT

#### 3.1. ANDAMENTO E PROSPETTIVE DEI REIT NEL MONDO

Nel 2018 i mercati di investimento immobiliare e fiduciario globale (Reit) si sono attestati sui valori rilevati nel 2017 e hanno registrato una capitalizzazione di mercato totale di circa 1,5 trilioni di euro. Dal punto di vista della diffusione della normativa di riferimento sono circa quaranta i paesi che ne sono dotati.

L'andamento sostanzialmente stabile del mercato quotato è andato di pari passo con una situazione di generale rallentamento dell'economia mondiale dopo lo slancio espansivo del 2017 innestato dal rallentamento dell'attività manifatturiera mondiale e dall'incertezza sull'esito dei negoziati tra Stati Uniti e Cina in tema di dazi doganali. In questo contesto di mercato, il settore dei servizi ha continuato a registrare una maggiore capacità di tenuta rispetto a quello manifatturiero e la fiducia dei consumatori, anche se a livelli ancora elevati, è sensibilmente diminuita. Il commercio mondiale ha registrato un rallentamento verso la fine del 2018 e le importazioni di beni si sono indebolite in un contesto di mercato caratterizzato da un tasso di inflazione tendenzialmente basso.

Nel 2018, il mercato immobiliare globale si è mantenuto vivace anche in considerazione dell'andamento particolarmente sostenuto di alcune asset class come ad esempio quella degli uffici, che pur rappresentando un segmento di attività maturo è un settore in continua e rapida trasformazione. La maggior parte dei mercati nazionali può fare leva su una crescita sostenuta della domanda, su alti tassi di occupazione e su canoni e prezzi in rialzo. Buoni i risultati del mercato industriale trainato prevalentemente dalla logistica, influenzata anche dall'evoluzione tecnologica. Anche nel settore retail, la performance dei grandi centri commerciali di nuova concezione e il segmento delle cosiddette high streets hanno registrato, a livello globale, risultati interessanti. Il settore residenziale ha registrato, dal punto di vista delle quotazioni, un andamento positivo in quasi tutte le nazioni industrializzate, anche se alcuni segnali di rallentamento si sono rilevati nei mercati degli Stati Uniti e del Canada protagonisti delle ottime performance degli scorsi anni. È evidente, dunque, che i Reit operano attualmente in un contesto socioeconomico molto dinamico, che si sta evolvendo rapidamente dal punto di vista della tecnologia, della demografia. La crescente globalizzazione sta accelerando il ritmo dei cambiamenti a cui gli strumenti dovranno adeguare la propria strategia di business.

Il 2018 chiude con una capitalizzazione mondiale in linea con quella registrata nei dodici mesi precedenti. A livello globale rimane indiscusso il predominio del mercato statunitense che pesa per oltre il sessanta per cento sul totale mondiale, si riduce il divario tra Europa e Asia, mercato quest'ultimo che ha registrato nel 2018 un incremento annuo del 22 per cento. A livello di capitalizzazione mondiale, l'Europa pesa per circa il 13 per cento e l'Asia per il 14 per cento.

Da un lato il Giappone da solo traina il mercato asiatico, con una capitalizzazione pari a oltre centotrenta miliardi di dollari ovvero oltre al 56 per cento del totale del continente, dall'altro in Europa vi è una maggiore omogeneità tra i singoli stati sebbene Francia e Gran Bretagna rappresentino rispettivamente il 37 e il 33 per cento del totale europeo.

La capitalizzazione complessiva ha continuato la sua crescita, positiva da oltre nove anni, quasi raddoppiando i risultati negli ultimi sei anni. Il settore quotato continua a trovare vigore in un mercato immobiliare liquido con bassi tassi di interesse, opportunità di investimento a prezzi scontati rispetto al passato, a fronte di una domanda sempre più diversificata e all'insegna della flessibilità.

Rimane costante il peso della capitalizzazione dei Reit europei sul totale, circa al 13 per cento con prospettive di crescita dei volumi per il prossimo anno con un incremento stimato di circa il tre per cento. In sensibile aumento, invece, il peso dei Reit asiatici nel 2018 con una previsione di conferma per il 2019. Il mercato quotato potrà prendere slancio da una realtà socioeconomica in continua evoluzione e sulla soglia di grandi cambiamenti strutturali.

L'Australia segue i Paesi già citati e si posiziona al quinto posto nella classifica mondiale per capitalizzazione. L'Australia registra continui tassi di crescita del Pil: la solidità dell'economia australiana, che è la tredicesima a livello mondiale, è stata confermata dal limitato impatto generato della crisi finanziaria ed economica globale. A differenza di quanto avvenuto per le principali economie avanzate, essa ha mantenuto un tasso di crescita economica di segno positivo durante il corso della crisi, senza mai entrare in recessione.

I 51 veicoli quotati australiani capitalizzano circa 88 miliardi di euro, pesano a livello complessivo solo il sei per cento, ma offrono rendimenti competitivi soprattutto nel comparto della logistica grazie all'impulso del settore dell'e-commerce e nel segmento degli uffici, gli asset a Sydney e Melbourne beneficiano di elevati tassi di occupazione e reddito stabile.

Un contributo rilevante all'economia australiana deriverà dallo sviluppo infrastrutturale del paese. Il governo australiano ha previsto di investire a partire dal biennio 2019-2020, 100 miliardi di dollari australiani in infrastrutture di trasporto in tutta l'Australia attraverso il suo piano di investimenti infrastrutturali. Secondo quanto recentemente dichiarato, il governo australiano investirà 4,5 miliardi di dollari, tra cui un miliardo di dollari di fondi aggiuntivi impegnati nel bilancio 2019-2020, per l'iniziativa ROSI (Roads of Strategic Importance) supportare le economie regionali. L'iniziativa, infatti, garantirà collegamenti efficienti tra le regioni agricole e minerarie ai porti e aeroporti.

I Reit canadesi hanno registrato nel corso del 2018 un buono andamento soprattutto in termini di rendimenti. Il mercato canadese dei Reit si è concretizzato nella ricerca di investimenti in settori più tradizionali e soprattutto nel settore residenziale. La capitalizzazione dei Reit canadesi nel 2018 è stata pari a 49 miliardi di euro, in linea con quanto registrato nell'anno precedente. I risultati dello strumento potrebbero anche quest'anno essere influenzati dall'andamento dei tassi di interesse e dalle fluttuazioni del prezzo del petrolio soprattutto per quei veicoli con operazioni rilevanti nelle regioni occidentali del Canada. Anche per il 2019 i settori maggiormente interessati dall'attività di investimento saranno quello residenziale e quello dello sviluppo urbano anche in considerazione del graduale e costante aumento della popolazione dai centri più piccoli alle grandi città. Queste mutate abitudini di vita e lavoro porteranno alla necessità di nuovi spazi per lavorare e vivere.

I Reit sudafricani continuano la propria penetrazione nei mercati dell'Europa meridionale come testimoniato dalla presenza sul mercato spagnolo del fondo Vukile che dopo l'acquisizione nel 2017 di cinque centri commerciali in Spagna ha recentemente comunicato che il patrimonio immobiliare del fondo sul territorio iberico ammonta a circa 900 milioni di euro. Recentemente il più grande Reit sudafricano, Growthpoint, ha annunciato di aver siglato un accordo con Hilton per la realizzazione di una struttura alberghiera che sarà la prima struttura per il brand Canopy del grande gruppo alberghiero e sarà operativa dal 2021. I Reit sudafricani presentano un elevato tasso di rendimento mediamente pari al nove per cento e dividendi in sostanziale crescita.

Cala in modo evidente la capitalizzazione complessiva dei veicoli a Dubai che passa da oltre 550 milioni di euro a 300 milioni di euro. In Israele il valore complessivo dello strumento è pari a 1,1 miliardi di euro, in linea con il 2017. Sono due piccoli mercati e con un peso sulla capitalizzazione mondiale dello 0,1 per cento.

La capitalizzazione media a livello mondiale si attesta su valori pari a 1,8 miliardi confermando il buon andamento del settore.

La capitalizzazione media dei Reit statunitensi continua ad essere più del doppio della media mondiale, registrando un costante aumento delle dimensioni nel corso degli anni. Il suo valore supera i 4,4 miliardi di euro, contro 1,7 degli Lpt australiani, secondo mercato per capitalizzazione media, un miliardo per i Reit asiatici e i 770 milioni per quelli europei, in calo rispetto agli 800 milioni del 2017.

**Tavola 27** CAPITALIZZAZIONE DEI REIT NEL MONDO

Mln di euro\*

Area	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Europa	79.101	130.528	81.356	111.089	113.778	109.013	107.947	137.153	183.704	180.911	171.500	191.834	189.300	194.300
Numero Reit	94	177	205	208	166	166	164	184	195	195	235	239	245	257
Stati Uniti	320.790	187.527	129.223	220.014	267.502	340.986	466.446	505.500	735.083	858.071	935.500	942.308	908.000	940.000
Numero Reit	138	118	113	115	126	160	171	181	193	207	202	203	206	203
Canada	23.958	19.356	18.067	17.368	29.052	33.346	36.013	43.000	45.675	55.200	37.500	48.957	49.000	54.000
Numero Reit	29	27	27	25	33	33	29	47	49	47	45	47	47	47
Asia	61.768	59.287	39.007	52.934	71.284	69.114	85.641	113.100	168.748	185.165	202.800	165.200	201.700	206.800
Numero Reit	81	104	91	91	92	99	104	103	173	185	195	200	203	204
Australia	69.195	62.814	34.242	55.227	60.563	64.720	65.840	68.130	80.747	101.000	85.500	88.333	87.800	84.000
Numero Reit	52	45	55	57	53	48	48	47	43	51	46	56	51	46
Nuova Zelanda	n.d.	n.d.	n.d.	1.287	2.549	3.356	3.356	5.300	2.730	2.800	2.900	3.772	3.700	4.100
Numero Reit	n.d.	n.d.	n.d.	7	11	11	11	13	5	5	5	6	6	6
Sud Africa	n.d.	n.d.	n.d.	4.274	3.356	4.432	4.983	15.800	17.267	29.393	24.550	25.711	26.300	22.000
Numero Reit	n.d.	n.d.	n.d.	7	6	7	8	25	25	33	25	29	31	33
Israele	25	70	144	114	140	106	165	385	525	655	450	1.156	1.100	1.200
Numero Reit	1	1	1	1	1	1	1	2	3	3	1	4	3	5
Messico	-	-	-	-	-	3.560	4.971	6.150	14.882	6.549	12.800	13.174	13.200	13.500
Numero Fibras	-	-	-	-	-	1	2	4	8	10	9	13	12	14
Dubai	-	-	-	-	-	-	-	-	308	324	300	555	300	350
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	2	2	2
<b>Totale capitalizzazione</b>	<b>554.837</b>	<b>459.582</b>	<b>302.039</b>	<b>462.307</b>	<b>548.224</b>	<b>628.633</b>	<b>775.362</b>	<b>894.518</b>	<b>1.249.669</b>	<b>1.420.068</b>	<b>1.473.800</b>	<b>1.481.000</b>	<b>1.480.400</b>	<b>1.520.250</b>
<b>Totale numero Reit</b>	<b>395</b>	<b>472</b>	<b>492</b>	<b>511</b>	<b>488</b>	<b>526</b>	<b>538</b>	<b>606</b>	<b>695</b>	<b>737</b>	<b>764</b>	<b>799</b>	<b>806</b>	<b>817</b>

\*Il cambio dollaro/euro è del 31/12/2018 (=1,145)

\* Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 28** CAPITALIZZAZIONE DEI REIT NEL MONDO

Base 100; Europa, Stati Uniti, Canada, Asia, Australia e Israele: 2006 = 100; Nuova Zelanda e Sud Africa: 2009=100; Messico 2011 = 100; Dubai: 2014 = 100

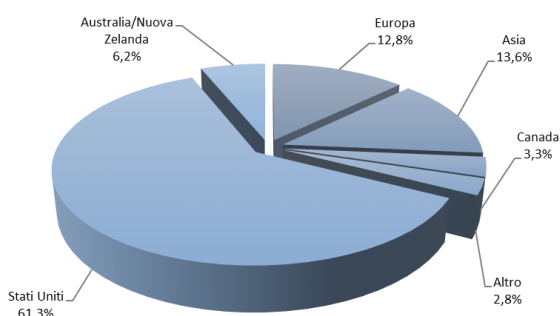
Area	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Europa	100	165	103	140	144	138	136	173	232	229	217	242	239	246
Stati Uniti	100	58	40	69	83	106	145	158	229	267	292	294	283	293
Canada	100	81	75	72	121	139	150	179	191	230	157	204	205	225
Asia	100	96	63	86	115	112	139	183	273	300	328	267	327	335
Australia	100	91	49	80	88	94	95	98	117	146	124	128	127	121
Nuova Zelanda	-	-	-	100	198	261	261	412	212	218	225	293	287	319
Sud Africa	-	-	-	100	79	104	117	370	404	688	574	602	615	515
Israele	100	280	576	456	560	424	660	1.540	2.100	2.620	1.800	4.624	4.400	4.800
Messico	-	-	-	-	-	100	140	173	418	184	360	370	371	379
Dubai	-	-	-	-	-	-	-	-	100	105	97	180	97	114

(a) Stima

(b) Previsione

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

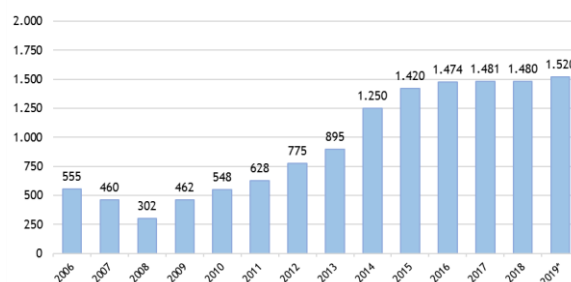
**Tavola 29** SUDDIVISIONE DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT A LIVELLO MONDIALE NEL 2018



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 30** ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT NEL MONDO

Mld di euro, valori al 31 dicembre di ogni anno, totale mondo



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

I primi dieci Reit a livello mondiale per importanza oggi sono esclusivamente americani. Il secondo semestre 2017 ha visto l'uscita del Reit franco olandese Unibail-Rodamco dalla classifica dei primi dieci veicoli per capitalizzazione nel mondo, lasciando agli Stati Uniti il primato assoluto mondiale.

Il reit American Tower è oggi il primo Reit per capitalizzazione e ha superato, dopo anni di predominio, Simon Property Group, segnando la crescita del settore delle infrastrutture. Si posiziona al quarto posto Prologis in risalita rispetto alla sesta posizione del 2017. Per la prima volta nella classifica è entrato Digital Realty Trust specializzato in data center.

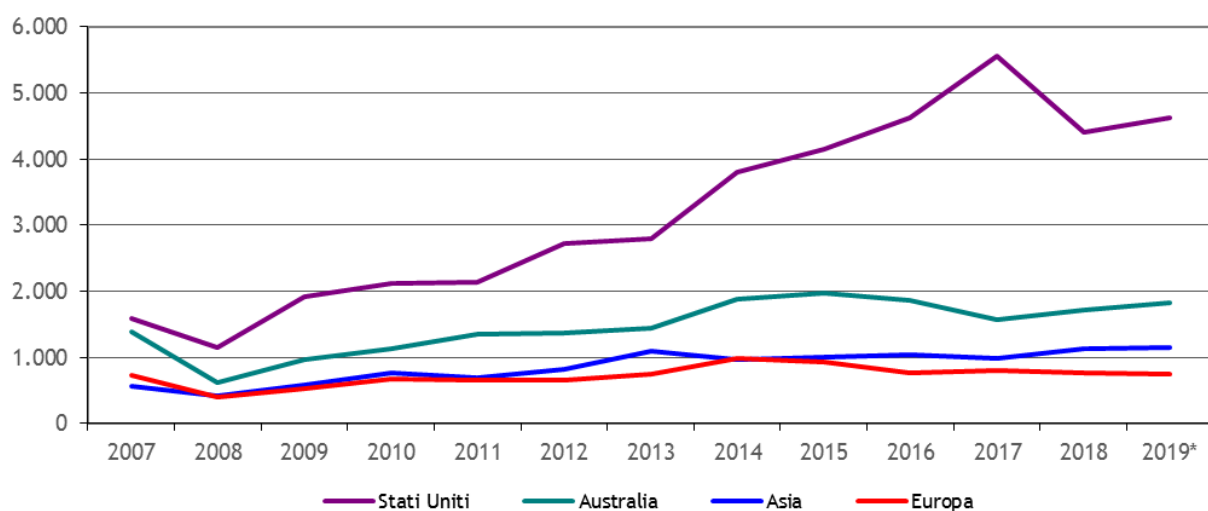
Complessivamente, i dieci Reit più importanti detengono una capitalizzazione di circa 364 miliardi di dollari (circa 320 miliardi di euro), pari al 21 per cento circa del totale mondiale, in continuità con il 2017.



Tavola  
31

## ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE MEDIA NELLE PRINCIPALI AREE GEOGRAFICHE MONDIALI

Mln di euro, dati al 31 dicembre di ogni anno



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
32

## I DIECI REIT PIÙ GRANDI A LIVELLO MONDIALE

Reit	Paese	Settore di attività	Capitalizzazione (Mln dollari)	Capitalizzazione (Mln euro)
1 American Tower Corporation	Stati Uniti	infrastrutture	69.866	61.019
2 Simon Property Group	Stati Uniti	retail	52.025	45.437
3 Crown Castle	Stati Uniti	diversificato	45.062	39.356
4 Prologis	Stati Uniti	industriale	36.953	32.273
5 Public Storage	Stati Uniti	industriale	35.266	30.800
6 Equinix	Stati Uniti	data center	28.343	24.753
7 Welltower	Stati Uniti	sanità	25.819	22.550
8 Equity residential	Stati Uniti	residenziale	24.306	21.228
9 Avalonbay Communities	Stati Uniti	residenziale	24.055	21.009
10 Digital Realty Trust, Inc.	Stati Uniti	data center	21.944	19.165
<b>Totale</b>			<b>363.639</b>	<b>317.588</b>

\*Il cambio dollaro/euro è del 31/12/2018 (=1,1450)

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

Il rendimento è tendenzialmente stabile in Canada e in Australia. È cresciuto di circa mezzo punto percentuale negli Stati Uniti mentre si è lievemente ridimensionato in Italia e in Asia. I Reit continuano ad essere lo strumento ideale per gli investitori alla ricerca di un elevato rendimento, mediamente a livello nazionale intorno al cinque per cento. Il rendimento dei Reit negli ultimi venti anni è stato infatti superiore al tasso d'inflazione ed ha battuto il rendimento di molti importanti indici borsistici.

Le società immobiliari i cui portafogli sono quotati in borsa continuano a beneficiare del contesto positivo dei mercati immobiliari e della ricerca di rendimenti da parte degli investitori in un contesto di tassi d'interesse bassi, anche se in aumento. Le azioni immobiliari sono meno costose e più liquide degli investimenti diretti in immobili. Infatti, attualmente questi sono negoziati a sconto rispetto al valore patrimoniale netto. Il rapporto prestito/valore, ossia il rapporto tra finanziamento e prezzo di mercato di un immobile, è al livello più basso degli ultimi anni.

I dieci Reit con lo yield più elevato sono americani, di cui due Mortgage e otto Equity. Negli Stati Uniti la percentuale di rendimento dei Reit è per tutti i veicoli sopra il dieci per cento, con i primi quattro sopra il venti.

**Tavola 33** RENDIMENTO DEI REIT NELLE PRINCIPALI AREE GEOGRAFICHE MONDIALI

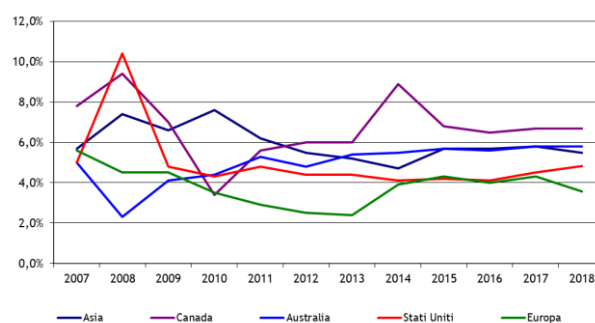
Dividend yield, dicembre 2018



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

**Tavola 34** CONFRONTO DEL RENDIMENTO DEI REIT NELLE PRINCIPALI AREE GEOGRAFICHE MONDIALI

Dividend yield, dicembre di ciascun anno



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
35

## IL RENDIMENTO DEI PRIMI DIECI REIT A LIVELLO MONDIALE NEL 2018

	Nome del Reit	Paese	Settore	Yield (%)
1	CBL & Associates Properties	Stati Uniti	Equity/regional malls	35,2
2	Office Properties Income Trust	Stati Uniti	Equity/office	25,0
3	HMG/Courtland Properties	Stati Uniti	Equity/diversified	21,7
4	Washington Prime Group Inc	Stati Uniti	Equity/regional malls	20,6
5	Sachem Capital	Stati Uniti	Mortgage/commercial financing	15,6
6	Uniti Group	Stati Uniti	Equity/infrastructure	15,4
7	Orchid Island Capital	Stati Uniti	Mortgage/home financing	15,0
8	Pennsylvania Real Estate Investment Trust	Stati Uniti	Equity/regional malls	14,1
9	Spirit MTA REIT	Stati Uniti	Equity/retail	13,9
10	Plymouth Industrial REIT	Stati Uniti	Equity/industrial	11,9
	<b>Media</b>			<b>18,8</b>

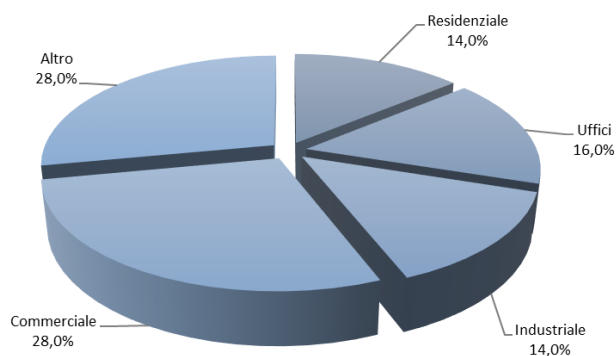
Fonte: Nareit

Il commerciale forma il ventotto per cento delle superfici a livello mondiale e resta l'asset class più rappresentata, anche se in diminuzione rispetto al 2017. Si conferma in crescita la diversificazione, sia come localizzazione che come tipologia immobiliare, degli investimenti in ottica di minimizzazione del rischio e di ricerca delle operazioni vantaggiose in termini di prezzo. Cresce l'interesse per l'industriale spinto dai settori legati all'innovazione tecnologica quali le torri cellulari, i data center e le infrastrutture. In crescita anche la quota di superfici dedicata al terziario.

Tavola  
36

## ASSET ALLOCATION MEDIA DEI REIT A LIVELLO MONDIALE

% delle superficie, dicembre 2018



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

## 3.2. I REIT IN EUROPA

### 3.2.1. ANDAMENTO E PROSPETTIVE

Il 2018 fa segnare una lieve diminuzione nella capitalizzazione dei Reit europei. Dopo un incremento nel 2017 di circa il dieci per cento sull'anno precedente, durante gli ultimi dodici mesi la capitalizzazione si è attestata a 189,3 miliardi di euro con un decremento di poco superiore al due per cento. Nello stesso periodo il numero di veicoli complessivi è cresciuto da 237 a 245 con una crescita del 3,3 per cento. La contrazione della capitalizzazione è dovuta ad un andamento disomogeneo dei tredici Paesi considerati nell'analisi che hanno realizzato risultati negativi in Francia, Germania, Olanda e Turchia.

Il calo della capitalizzazione dei Reit in Turchia è stato consistente con un calo del sessanta per cento che segue la diminuzione del trenta per cento nel 2016, in parte dipendente dalla perdita di valore della lira turca rispetto all'euro, in parte dalla difficile situazione politica del Paese.

In crescita il valore del patrimonio dei Reit europei rispetto all'anno scorso. Si calcola un totale di oltre 450 miliardi di euro, che continuano a rappresentare circa il venti per cento del totale dei Reit mondiali (pari a circa 2.200 miliardi di euro su un totale di 2.930 miliardi di patrimonio totale gestito).

Nonostante la diminuzione nella capitalizzazione complessiva, la Francia conferma il primato a livello europeo, con un peso sul resto del continente del 37 per cento. I 27 veicoli complessivi, cinque in meno dello scorso anno, capitalizzano settanta miliardi di euro, con un meno sei per cento rispetto al 2017. Con questa contrazione i Reit inglesi riducono il divario rispetto a quelli francesi. Il gap tra i due Paesi leader si conferma con riferimento alla capitalizzazione media dei veicoli: 2,6 miliardi per la Francia contro 1,3 miliardi per la Gran Bretagna.

Dopo la brusca frenata nel 2017 per la Bulgaria, con la riduzione da 53 a 33 veicoli e il dimezzamento della capitalizzazione, il 2018 è stato un anno di sostanziale stabilità per capitalizzazione (450 milioni di euro) ma ancora di riduzione per il numero dei veicoli passati da 33 a 26.

La capitalizzazione dei Reit tedeschi è in aumento, sebbene il peso del mercato sia ancora limitato, pari al due per cento sul totale europeo, con una capitalizzazione media pari a 760 milioni di euro. Tale situazione di marginalità è dovuta alla legislazione restrittiva in merito agli investimenti immobiliari e alla possibilità di accedere allo status di Reit, fin dal 2007, anno di introduzione della normativa. I cinque Reit tedeschi hanno registrato nel 2018 una capitalizzazione di 3,8 miliardi di euro, il dieci per cento in meno rispetto al 2017.

Continua inarrestabile la crescita delle Socimi spagnole, 16 nuovi veicoli hanno fatto ingresso sul mercato, portando il conto complessivo da 53 a 69. La capitalizzazione totale sfiora i 23,8 miliardi di euro, con una forte concentrazione tra le cinque società più importanti, Merlin properties, Inmobiliaria Colonial Socimi, General De Galerias Comerciales Socimi, Hispania activos inmobiliarios e Axiare patrimonio, che rappresentano oltre l'ottanta per cento del totale. Le prime dieci hanno chiuso il 2018 superando i 19 miliardi di capitalizzazione, con un incremento di circa il sei per cento rispetto all'anno precedente. La tendenza per il 2019 è di un proseguo del trend positivo.

Nulla di nuovo nel mercato dei Reit irlandesi, finlandesi e greci, Paesi che possiedono piccoli mercati del patrimonio quotato poco incisivi sulla realtà europea. I Reit russi nonostante il dimezzamento del numero dei veicoli hanno realizzato nel 2018 quasi il doppio della capitalizzazione con complessivi 1,2 miliardi di euro. In aumento del 29 per cento la capitalizzazione delle società belghe, passate da 14 a 17.

L'Italia, infine, continua ad avere un peso marginale sul mercato complessivo, nonostante un incremento della capitalizzazione delle Siiq, pari a 2,8 miliardi di euro corrispondente all'1,5 per cento sul totale dei tredici Paesi analizzati.

Tavola  
37

## CAPITALIZZAZIONE DEI REIT IN EUROPA

Mln di euro, 31 dicembre di ciascun anno

Paese	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Belgio	2.350	2.752	2.913	3.595	5.602	5.180	4.569	4.488	4.926	5.897	6.511	5.268	5.820	7.179	8.973	9.000	11.027	10.400	13.500	14.000
Numero Sir	13	14	12	11	11	11	12	13	14	15	15	15	16	17	16	17	17	14	17	18
Bulgaria	-	-	-	102	121	180	236	464	474	497	357	440	319	300	300	315	865	400	450	455
Numero Reit	-	-	-	3	4	11	19	46	59	62	25	25	22	22	25	26	53	33	26	26
Finlandia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	64	78	75	75	40	55	60
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1	1	1	1
Francia	-	-	-	-	18.958	42.394	59.404	68.882	40.744	56.097	63.356	62.055	52.474	55.172	74.035	70.420	73.601	74.000	70.000	70.000
Numero Siic	-	-	-	13	28	43	56	55	56	54	50	41	45	43	40	33	32	27	27	27
Germania	-	-	-	-	-	-	1.756	617	510	1.063	1.201	1.115	1.427	2.627	2.522	2.700	4.200	3.800	4.100	
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	2	2	2	3	4	4	4	4	3	4	4	5	6	
Gran Bretagna	-	-	-	-	-	-	-	30.431	16.889	25.188	29.949	29.850	32.407	48.529	62.123	69.492	56.600	62.910	62.500	65.000
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	19	20	22	23	24	26	29	37	42	40	44	48	52
Grecia	-	-	-	-	-	71	82	240	537	439	445	284	449	1.859	1.463	1.790	1.817	2.200	2.600	2.700
Numero Reic	-	-	-	-	-	1	2	2	2	3	3	3	3	4	4	3	4	4	5	5
Irlanda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	738	2.400	2.368	2.416	2.500	2.900	3.000
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	3	3	3	3	4	4
Italia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	900	1.136	1.243	2.404	2.486	2.172	2.450	2.800	2.900
Numero Siic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2	2	2	3	5	5	5	5
Olanda**	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	11.300	12.027	13.588	21.397	14.738	18.782	8.902	6.619	6.927	7.610	10.471	5.285	4.880	4.450	3.250	3.250
Numero Fbi	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	7	7	7	7	7	7	6	6	5	5	5	4	4	5	5	5
Russia	-	-	-	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	831	1.551	1.923	1.296	1.170	1.350	1.850	1.307	700	700	750	1.200	1.200
Numero Reit	-	-	-	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	19	32	27	22	20	22	23	20	14	14	14	6	6
Spagna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.203	6.660	11.044	20.831	23.740	25.000
Numero Socimi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	14	33	53	69	75
Turchia	-	-	-	-	-	1.224	1.222	2.039	880	1.756	1.899	2.126	5.950	11.182	14.320	9.798	6.763	6.400	2.500	2.600
Numero Reit	-	-	-	-	-	10	11	13	14	14	15	17	23	30	31	25	30	25	27	27
Totale capitalizzazione	2.350	2.752	2.913	3.595	35.981	61.076	79.101	130.528	81.356	111.089	113.778	109.913	107.947	137.153	183.704	180.911	174.660	191.531	189.295	194.265
Totale numero Reit	13	14	12	14	35	40	94	177	205	208	166	166	164	184	195	195	239	237	245	257

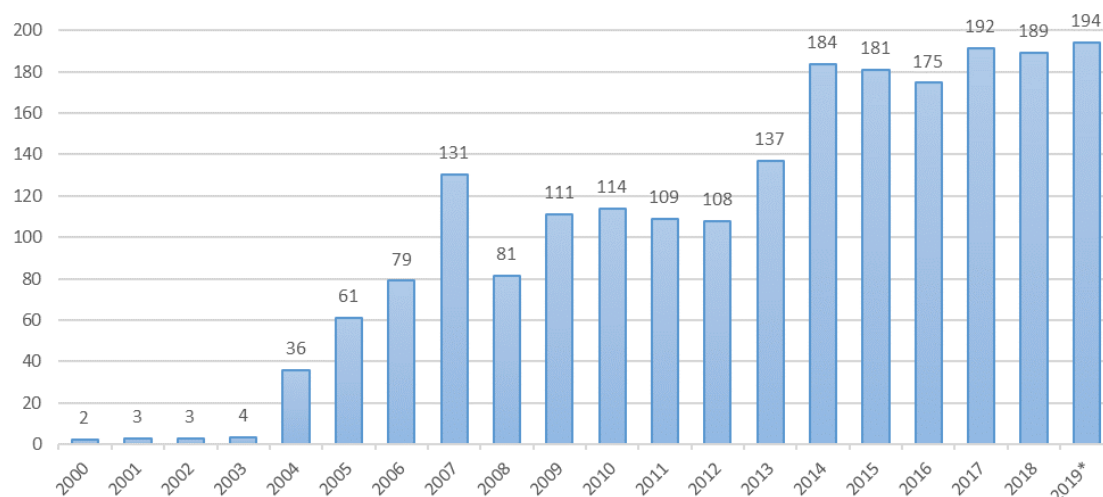
\*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
38

## ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT EUROPEI

Mld di euro, totale Europa, 31 dicembre di ciascun anno



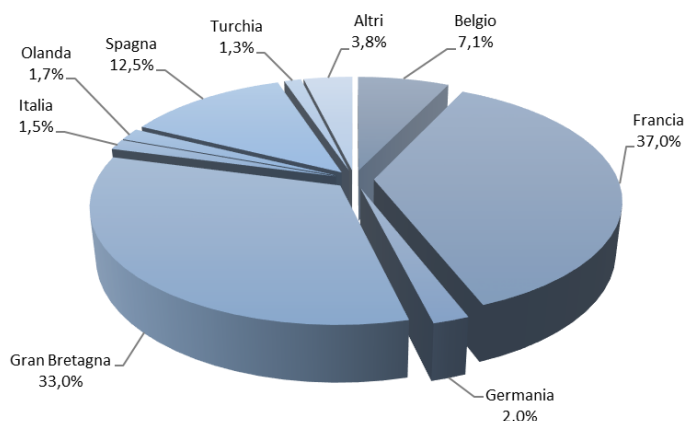
\*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
39

## SUDDIVISIONE GEOGRAFICA DELLA CAPITALIZZAZIONE EUROPEA

Valori %, dicembre 2018

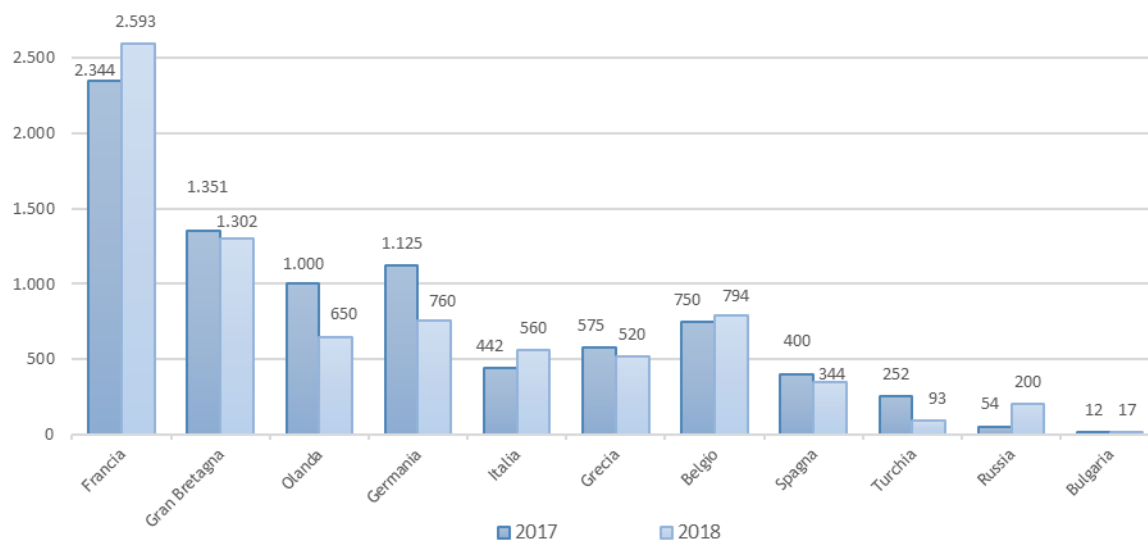


Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
40

## CAPITALIZZAZIONE MEDIA DEI REIT EUROPEI

Mln di euro, dati al 31 dicembre di ogni anno



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

La classifica dei primi dieci Reit in Europa per capitalizzazione conferma il primato dei veicoli francesi e inglesi, ma vede quest'anno l'inserimento di un'altra Socimi spagnola, Inmobiliaria Colonial, che si posiziona al decimo posto, con 4,1 miliardi di euro di capitalizzazione, preceduta da Merlin con 5,1 miliardi di euro. Rimane consistente il divario con gli Stati Uniti, dove le società hanno capitalizzazioni decisamente superiori.

La Francia domina il mercato per quanto riguarda capitalizzazione complessiva e capitalizzazione media, con le tre principali Siic che rappresentano anche i tre veicoli con il più elevato market cap del continente: Unibail-Rodamco in particolare si conferma supera i 21,7 miliardi di euro, mentre Gecina nel corso del 2018 ha superato i 9,7 miliardi di euro, e si posiziona al secondo posto, superando di poco Klepierre.

Tavola  
41

## I PRIMI DIECI REIT OPERATIVI IN EUROPA NEL 2018

Reit	Paese	Capitalizzazione (Mln di euro)	Patrimonio (Mln di euro)
1 Unibail-Rodamco-Westfield	Francia	21.733	65.200
2 Gecina	Francia	9.764	19.300
3 Klepierre	Francia	9.418	24.400
4 Segro (SGRO)	Regno Unito	8.161	10.426
5 Land Securities (LAND)	Regno Unito	7.591	15.307
6 Covivio	Francia	6.722	22.800
7 British Land Company (BLND)	Regno Unito	6.255	14.260
8 Icade	Francia	5.486	13.400
9 Merlin Properties, Socimi, S.A.	Spagna	5.066	12.041
10 Immobiliaria Colonial Socimi, S.A.	Spagna	4.134	11.190
<b>Totale</b>		<b>84.330</b>	<b>208.324</b>

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

Seppure introdotti in anni differenti, i Reit sono ormai una realtà consolidata in molti Paesi europei. Previsti, attualmente, in diversi Paesi, il modello americano (U-Reit) si è diffuso nel resto del mondo e in Europa a partire dagli anni novanta e in seguito differenziato dallo schema originario. Precursore in Europa sono stati i Paesi Bassi con le Fiscale Beleggingsinstelling (Fbi) emanata nel 1969, solo sette anni dopo l'introduzione dei Reit americani. Nel 1995 le Sicafi, Société d'Investissement à capit fixe en immobiliare, vengono introdotte in Belgio; nel 2003 le Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (Siic) in Francia; nel 2007, le Pif inglesi (Property Investment Fund), le Deutscher-Reit e le Siiq italiane.

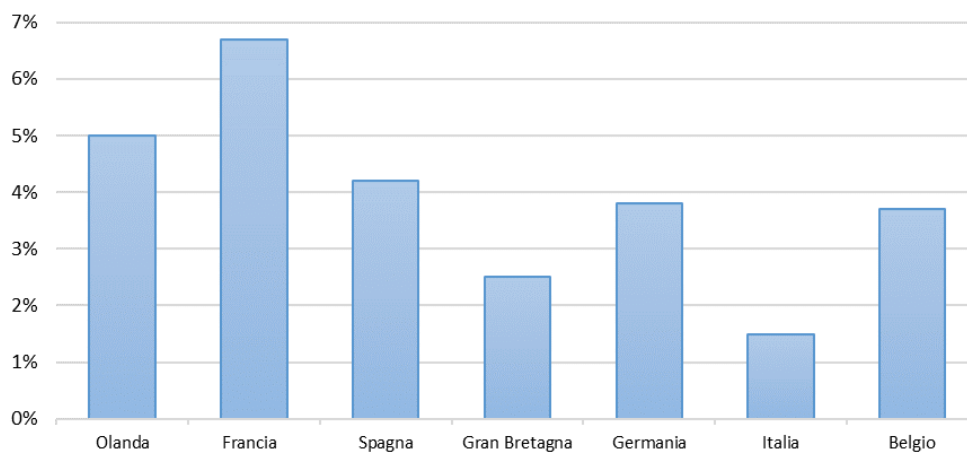
Il rendimento medio a fine 2018 si attesta al 3,9 per cento: la Francia balza al primo posto con il dividend yield più alto, seguita da Olanda e Spagna. La Gran Bretagna si conferma con uno yield medio inferiore ai Paesi leader, in ulteriore calo rispetto all'anno precedente. Si confermano tuttavia le difficoltà di comparazione tra performance in Paesi difficilmente comparabili, anche per il diverso numero di veicoli presenti.

In un contesto economico di ripresa generale i Reit continuano a fornire guadagni interessanti, in rapporto al rischio, e costituiscono uno strumento di diversificazione utile in un portafoglio multi-asset.

Tavola  
42

## IL RENDIMENTO MEDIO DEI REIT EUROPEI NEL 2018

Dividend yield medio del settore

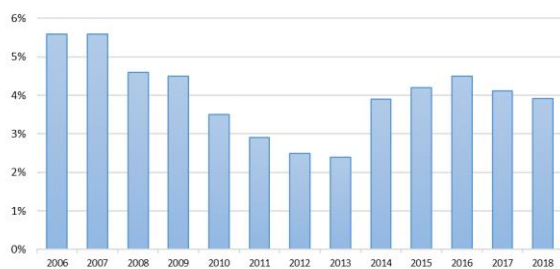


Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
43

## ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI REIT EUROPEI

Dividend yield medio del settore, media europea

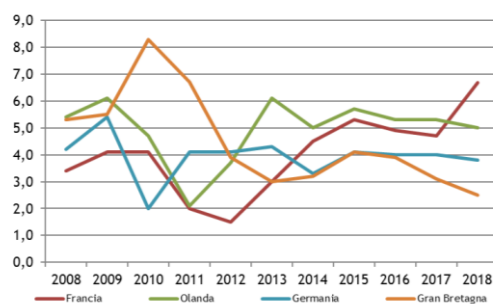


Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
44

## ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI REIT EUROPEI

Dividend yield medio del settore



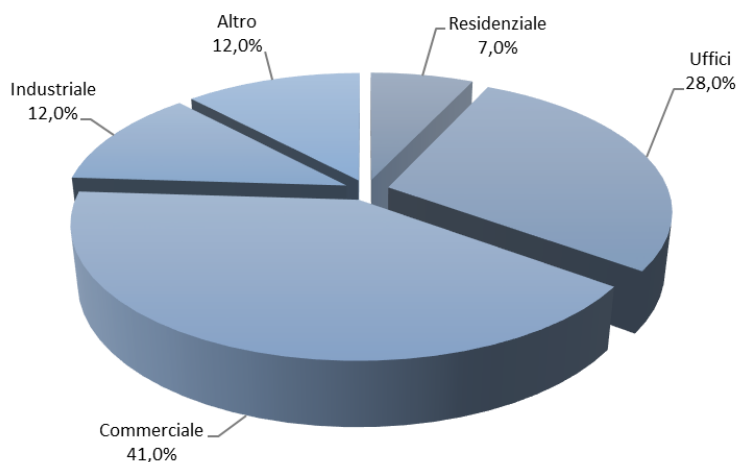
Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

In termini di asset allocation, i settori dove si sono concentrati i maggiori investimenti sono quelli della logistica e delle strutture sanitarie, mentre si confermano i settori commerciale e terziario.



**Tavola 45** ASSET ALLOCATION MEDIA DEI REIT EUROPEI

% della superficie, dicembre 2018



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

### 3.2.2. LE SIIC IN FRANCIA

A fine dicembre 2018 le 27 Siic, ovvero le società di investimento immobiliari quotate in Francia, hanno registrato una capitalizzazione pari a settanta miliardi di euro, in calo rispetto al 2017, prima diminuzione dopo sei anni di continua crescita. Il calo della capitalizzazione delle Siic nel corso del 2018 è legato in particolare a un effetto valore derivante dalla correzione dei mercati finanziari. Considerando la capitalizzazione media, dato meno interessante per il mercato francese per l'eterogeneità degli strumenti, essa è in crescita rispetto al 2017 e ammonta a 2,6 miliardi di euro.

La Siic dominante si conferma Unibail-Rodamco-Westfield, con una capitalizzazione di quasi 22 miliardi di euro e la gestione di un patrimonio del valore superiore ai 65 miliardi, circa 22 miliardi in più rispetto all'anno precedente, dopo che nel 2018 si è chiusa l'operazione di aggregazione con Westfield, il leader internazionale nel segmento dei centri commerciali. Il veicolo franco-olandese, che rafforza la sua leadership a livello europeo, rappresenta oggi un gigante del settore commerciale, con un patrimonio composto da oltre novanta centri commerciali in Europa e Stati Uniti, oltre a una parte di immobili per uffici e centri congressi. Nel momento della fusione la società ha elaborato un piano di cessioni di 3 miliardi di euro, in parte già realizzate, destinate a ridurre l'indebitamento e migliorare la qualità del patrimonio detenuto. La società fa parte del Cac 40, il principale indice di borsa francese basato sulla capitalizzazione delle quaranta maggiori aziende quotate, ma anche dell'olandese Aex 25 e dell'indice Euro Stoxx 50.

Il patrimonio delle Siic è costituito per oltre la metà da immobili retail e centri commerciali, una quota già in crescita negli anni passati, ma che ha avuto un importante incremento in seguito all'acquisizione di Westfield, che ha inglobato i centri commerciali localizzati a Londra e nelle grandi città degli Stati Uniti. Gli uffici rappresentano il trenta per cento del patrimonio, mentre le altre funzioni sono più marginali per questo tipo di strumento, con la parte residenziale che copre circa il sette per cento del patrimonio, il ricettivo il quattro per cento, e le altre funzioni quali logistica, sanità e altro che insieme arrivano al sei per cento.

Dal punto di vista della ripartizione geografica, il patrimonio delle Siic risulta concentrato per metà nella regione urbana di Parigi (21 per cento in città e 29 per cento nella regione), mentre un venti per cento è localizzato nelle altre regioni francesi e il trenta per cento all'estero, quest'ultima quota cresciuta molto sempre in seguito all'acquisizione dei centri commerciali di Westfield. Questi dati confermano la strategia vincente di puntare sulla diversificazione del patrimonio, geografica o di settore.

Il rendimento complessivo del 2018 è stato del 5,3 per cento, superiore a quello dello scorso anno, e ancora superiore se consideriamo la media delle prime dieci Siic che arriva al 6,7 per cento. Le performance delle Siic si confermano quindi elevate, ma anche con una elevata volatilità. È da sottolineare come da gennaio 2019 le Siic sono obbligate a distribuire ai loro azionisti il settanta per cento delle plusvalenze, contro il sessanta per cento dello scorso anno, mentre si conferma l'obbligo di distribuzione del 95 per cento dei ricavi da locazione.

Tavola  
46

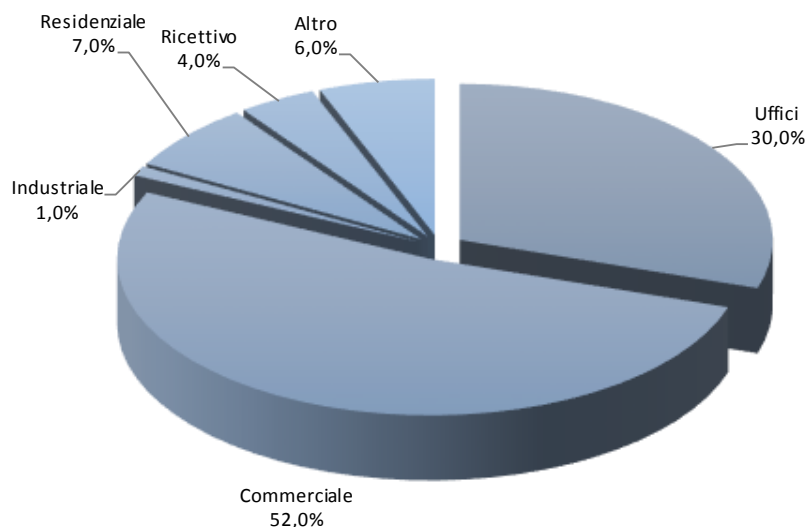
## LE PRIME DIECI SIIC OPERATIVE IN FRANCIA NEL 2018

Siic	Capitalizzazione (Mln di euro)	Patrimonio (Mln di euro)	Yield (%)
1 Unibail-Rodamco-Westfield	21.733	65.200	7,7
2 Gecina	9.764	19.300	4,2
3 Klepierre	9.418	24.400	6,9
4 Covivio	6.722	22.800	5,0
5 Icade	5.486	13.400	5,7
6 Covivio Hotels	2.928	5.500	6,1
7 Altarea Cogedim	2.902	4.600	7,4
8 Société Foncière Lyonnaise	2.885	6.600	3,9
9 Carmila	2.390	6.400	9,8
10 Mercialys	1.233	3.800	10,2
<b>Totale</b>	<b>65.461</b>	<b>172.000</b>	<b>6,7</b>

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Siic e leif

**Tavola 47** ASSET ALLOCATION DELLE SIIC FRANCESI

% della superficie, dicembre 2018



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Siic e leif

### 3.2.3. I REIT IN GRAN BRETAGNA

Negli anni antecedenti la Brexit, i Reit britannici si sono dimostrati uno strumento estremamente attrattivo, grazie soprattutto al costante aumento della domanda da parte degli investitori stranieri, attirati dalla competitività del mercato inglese, principalmente londinese, e dal progressivo incremento dei redditi da locazione. All'indomani del voto per lasciare l'Unione Europea, l'impatto sull'immobiliare diretto e quotato si è manifestato con una flessione del mercato immobiliare britannico. A pesare è stata una combinazione di fattori, quotazioni elevate e calo della fiducia dei consumatori. Tuttavia, assorbiti i primi effetti dell'esito referendario del 2016 il mercato del real estate, soprattutto quello della capitale, dove è concentrata la maggior parte dei patrimoni dei Reit inglesi, sembra non avere subito alcuna contrazione.

Dal punto di vista macroeconomico, nel 2018, il Pil è cresciuto dell'1,4 per cento con un tasso di disoccupazione pari all'incirca al quattro per cento, uno dei valori più bassi registrati nel paese. Dopo l'iniziale frenata innescata dalla Brexit, contrariamente alle previsioni di recessione e di rallentamento dell'economia nazionale, la tenuta del Regno Unito è stata sostanzialmente più forte rispetto alle aspettative e l'attività economica ha continuato a crescere a livello aggregato. Anche se è ancora opportuno mantenere una certa cautela dato che la Gran Bretagna sta negoziando le condizioni della sua uscita, la resilienza del mercato nazionale offre una serie di opportunità agli investitori. La persistente incertezza nel corso dei negoziati porterà sul mercato volatilità, la quale a sua volta può aprire a interessanti opportunità per gli investitori più pazienti nel Regno Unito. I Reit tendono a investire, infatti, in proprietà prime con un orientamento verso uffici e spazi commerciali di alto livello.

Nel 2018 la capitalizzazione dei Reit in Gran Bretagna è in linea con quanto rilevato nel 2017 con un totale di circa sessantatré miliardi di euro, avvicinandosi ai valori antecedenti alla consistente flessione del ventitre per cento verificatasi nel 2016. Il numero totale di veicoli è cresciuto ed è passato dai 44 del 2017 ai 48 del 2018.

Analizzando i primi dieci Reit operativi nel Regno Unito, il valore del patrimonio nel 2018 raggiunge quasi settantatre miliardi di euro registrando una flessione di circa il 3,5 per cento rispetto all'anno precedente.

La classifica dei primi dieci Reit britannici è rimasta praticamente invariata rispetto a quella dello scorso anno, presentando esclusivamente degli avvicendamenti nelle prime tre posizioni. Segro guadagna la prima posizione in classifica anche grazie ad un consistente incremento nel valore del patrimonio immobiliare che è stato valutato nel 2018 in 9,4 miliardi di sterline. La società è specializzata nella logistica, investe e sviluppa progetti innovativi in diversi segmenti, quali parchi tecnologici, piattaforme logistiche, complessi light industrial, data centres nelle aree extraurbane nel Regno Unito e nell'Europa continentale.

Land Securities Group plc è la più grande società di sviluppo commerciale e di investimento immobiliare in Gran Bretagna. Possiede e gestisce più di due milioni di metri quadrati di proprietà commerciali, dagli uffici di Londra e i negozi nelle vie del centro ai principali centri e parchi commerciali al di fuori della città. Al 31 dicembre 2018 il portafoglio immobiliare della società è stato valutato a 13,8 miliardi di sterline. La strategia adottata è volta ad investire in proprietà anche al di fuori della capitale concentrandosi sullo sviluppo di alcune importanti gallerie commerciali di nuova concezione. Grande importanza sta assumendo il comparto degli uffici a Londra, con diverse modalità di fruizione, in considerazione delle mutate esigenze dei tenant.

Il terzo Reit più grande nella classifica britannica è la British Land company plc grande società di sviluppo immobiliare e di investimento nel Regno Unito, che gestisce più di due milioni di metri quadrati. L'azienda è diventata una società di investimento immobiliare quando i Reit sono stati introdotti nel gennaio 2007. Al 31 dicembre 2018 il portafoglio immobiliare della società è stato valutato a circa 13 miliardi di sterline valore di poco inferiore a quello registrato nel 2017.

Fa il suo ingresso nella classifica dei primi dieci Reit britannici per capitalizzazione, Workspace Group con specializzazione nel settore degli spazi uffici e del co-working con diverse tipologie di fruizione che consentono ove sia richiesta la personalizzazione degli spazi. L'attività della società è concentrata prevalentemente nella capitale britannica e si è caratterizzata nel corso dell'anno 2018 per importanti acquisizioni.

Nell'elenco delle dieci società europee più importanti compaiono tre Reit inglesi.

Per il 2019, la banca centrale e l'FMI si attendono un proseguimento del trend di crescita dell'economia britannica. Non è possibile stabilire l'impatto di Brexit sul mercato del real estate, poiché le tendenze a lungo termine del settore occupazionale e degli investimenti richiederanno tempo per materializzarsi. Molto dipenderà dai negoziati del Regno Unito con l'Ue. Secondo quanto emerso da alcune interviste effettuate tra i principali operatori ed investitori del settore del real estate, l'incertezza derivante dalla Brexit sul mercato del real estate non sembra impattare sulle decisioni di investimento degli operatori. Inoltre, dal punto di vista degli investimenti immobiliari, soprattutto nella capitale non sembra che questi ultimi abbiano sofferto o soffriranno nel prossimo futuro di una significativa contrazione. Londra, nonostante l'uscita dalla Unione Europea, rappresenta ancora oggi uno dei mercati più attrattivi sia per quanto riguarda il mercato residenziale di alta gamma che il mercato degli uffici.

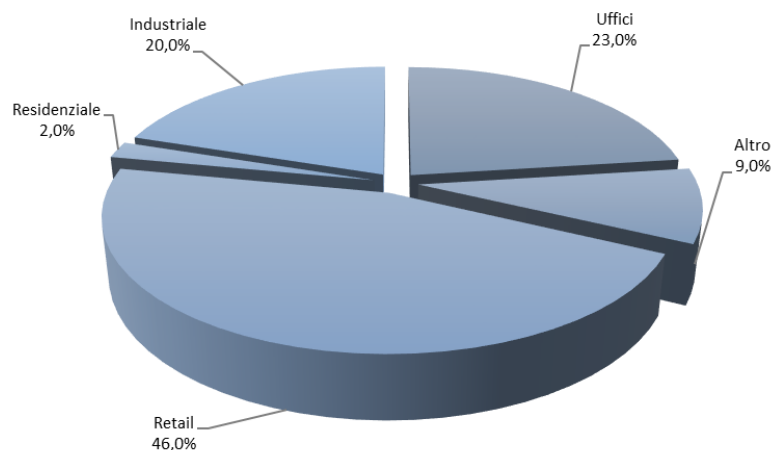
**Tavola 48** I PRIMI DIECI REIT OPERATIVI IN GRAN BRETAGNA NEL 2018

Reit	Capitalizzazione		Patrimonio immobiliare	
	(Mln di sterline)	(Mln di euro)	(Mln di sterline)	(Mln di euro)
1 Segro (SGRO)	7.357	8.161	9.400	10.426
2 Land Securities (LAND)	6.844	7.591	13.800	15.307
3 British Land Company (BLND)	5.639	6.255	12.856	14.260
4 Derwent London (DLN)	3.539	3.926	4.263	4.729
5 Shaftesbury (SHB)	2.642	2.930	3.950	4.381
6 Tritax Big Box REIT (BBOX)	2.537	2.814	3.420	3.793
7 Unite Group (UTG)	2.483	2.754	2.967	3.291
8 Hammerson (HMSO)	2.467	2.736	9.940	11.025
9 Great Portland Estates (GPOR)	2.048	2.271	2.734	3.033
10 Workspace Group (WKP)	1.780	1.974	2.435	2.701
<b>Totale</b>	<b>37.334</b>	<b>41.411</b>	<b>65.765</b>	<b>72.947</b>

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Bpf e singoli Reit

**Tavola 49** ASSET ALLOCATION DEI REIT INGLESI

% della superficie, dicembre 2018



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

Le previsioni di consenso più recenti riguardo alla performance totale emerse dall'Investment Property Forum puntano a un andamento più moderato, ma ancora positivo per l'immobiliare per i prossimi due/tre anni. Da sottolineare che, secondo le aspettative, saranno i redditi da locazione in aumento più che le plusvalenze a fare da traino e in questo contesto, sia la selettività che la gestione attiva sono destinate ad assumere un'importanza crescente. Inoltre, essendo il suolo su cui sviluppare nuovi progetti una risorsa scarsa, assume sempre maggiore importanza il ruolo strategico della collaborazione pubblico-privato potrebbe avere sul mercato.

Non è al momento prevedibile l'effetto che la normativa fiscale sui capital gain per gli investitori esteri, entrata in vigore dal 6 aprile 2019, potrà avere sugli investimenti immobiliari stranieri nel Regno Unito.

#### 3.2.4. LE SOCIMI IN SPAGNA

Continua il ciclo espansivo delle società quotate di investimento nel mercato immobiliare, a cinque anni dal debutto sul mercato azionario le Socimi spagnole hanno investito complessivamente oltre 21 miliardi di euro in acquisizioni immobiliari. Un record di investimenti: ben tre volte su cinque (nel 2015, 2016 e 2018) tali veicoli hanno superato i cinque miliardi di euro in acquisizioni. Ciò è possibile grazie alle iniezioni di capitale provenienti prevalentemente da investitori internazionali, per le società quotate sul Mab questi rappresentano la metà dei capitali investiti. Solo Merlin spicca per la presenza di due investitori nazionali (Santander e BBVA).

Perdura la dinamicità del settore, diversi nuovi veicoli hanno fatto ingresso sul mercato: il numero complessivo nel 2018 è arrivato a 69 registrando un incremento del trenta per cento rispetto all'anno precedente; nel triennio il numero si è raddoppiato. Considerando anche il solo secondo semestre del 2018 le nuove società immesse sul mercato quotato sono state ben undici.

Il forte appeal di questi veicoli ha recentemente determinato grandi operazioni societarie nel settore, in un processo di concentrazione che proseguirà nel prossimo futuro: alcuni veicoli hanno avviato attività di consolidamento, altri hanno registrato significativi cambiamenti attraverso fusioni o rilevanti avvicendamenti di azionisti; una vivacità che denota l'ambizione degli strumenti di costituire una solida base di attori. Un mercato incipiente con prospettive di crescita positive nel prossimo triennio, un ciclo al rialzo al netto di esternalità.

Introdotti con il nome di Socimi (Sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliario) dalla legge n. 11/2009, i reit spagnoli hanno destato l'interesse degli investitori internazionali solo a partire dal 2013 grazie alle agevolazioni fiscali apportate dalla legge n. 16 del 27 dicembre 2012. L'introduzione dell'esenzione dall'imposta sulle società in cambio dell'obbligo della distribuzione in dividendi di almeno l'ottanta per cento degli utili generati, oltre al cinquanta per cento degli utili derivanti dalla cessione di immobili, ha reso questi veicoli particolarmente appetibili. Tutte soddisfano questi criteri, ma alcune vanno oltre, poiché dividono il profitto contabile secondo il Piano generale di contabilità (PGC). Questo è il caso della più grande tra le socimi, Merlin Properties: il criterio che segue la distribuzione del dividendo è il fondo operativo (FFO) o il denaro liquido operativo. Pertanto, ciò che è formalmente distribuito agli azionisti è un dividendo che deriva dagli utili sommati al ritorno di una parte del premio di emissione. Modalità simili di distribuzione sono messe in atto da altre tre socimi. L'attrattività di questi tipi di veicoli ha fatto sì che, oltre alla fusione di Colonial con Axiare, il fondo americano Blackstone abbia acquisito Hispania valutata 1,9 miliardi di euro.

Per Colonial il criterio utilizzato deriva dall'elevato modello di redditività, con un basso profilo di rischio finanziario, che porta l'azienda a distribuire il novanta per cento del profitto da un lato e dall'altro ad aumentarlo con riserve volontarie e premio di emissione (raggiungendo il 92 per cento del capitale circolante).

Il caso di Hispania è ancora più sorprendente: il risultato contabile della società capogruppo è negativo per 99,5 milioni, sebbene il risultato consolidato (con 14 controllate) sia pari a 222 milioni di euro e l'utile IFRS (che tiene conto della rivalutazione delle attività) sia pari a 391 milioni. Sebbene formalmente la compagnia dominante abbia perdite, distribuisce in totale 95 milioni di guadagni, più della scatola FFO, che è rimasta a 85,7 milioni. Questo perché il dividendo sui risultati (53 milioni di euro) viene aggiunto a un premio per la vendita di attività pari a 42 milioni di euro. In tal modo il dividendo risulta superiore persino all'FFO.

Le Socimi sono diventate una macchina per distribuire dividendi ai loro azionisti. Un successo inaspettato avviato negli anni in cui la Spagna soffriva ancora la crisi del settore immobiliare e gli investimenti erano prevalentemente orientati sui fondi internazionali con profili opportunistici.

Dopo il ritmo frenetico registrato durante il 2018, nell'anno in corso i volumi delle acquisizioni dovrebbero leggermente diminuire perché le strutture sono ormai giunte in fase di consolidamento e gestiscono portafogli consistenti, caratteristica che, unita all'elevata redditività di tali veicoli, li rende particolarmente appetibili per gli investitori statunitensi ed europei, ancora in possesso di cospicue liquidità. I nuovi investimenti dovrebbero concentrarsi sulla logistica, il residenziale in locazione e gli hotel; un lieve rallentamento è previsto per gli uffici (dovuto alla mancanza di prodotto) e per il retail, verso il quale si rileva una certa perdita di interesse.

Le Socimi possono essere quotate su una delle quattro Borse spagnole o sul sistema multilaterale di negoziazione spagnolo (MaB) o di un altro Paese dell'Unione europea o dello spazio economico europeo. La quotazione sul MaB garantisce maggiore flessibilità, ma richiede il possesso di requisiti tra cui entrare nel mercato quotato entro due anni dalla costituzione del veicolo. Altro requisito da soddisfare riguarda la concentrazione del capitale azionario, infatti, gli azionisti che singolarmente possiedono meno del cinque per cento del capitale devono concentrare almeno il venticinque per cento del capitale azionario o, in alternativa, una quota superiore a due milioni di euro.

Il ritmo di incorporazione nel MaB continua da essere elevato e il mercato si sta muovendo verso una atomizzazione delle socimi, specializzate per tipo di attività e geograficamente. La dimensione media del portafoglio continua ad essere contenuta (trecento milioni di euro circa) ad eccezione di alcune grandi come General of Commercial Galleries, Gmp e Testa.

Il valore del patrimonio immobiliare delle quattro Socimi quotate sul Bme supera i ventisette miliardi di euro, di cui il 44 per cento circa è gestito dal gruppo Merlin e il quaranta da Immobiliaria Colonial Socimi.

Tra i cinque veicoli più importanti, quattro (Merlin Properties, Immobiliaria Colonial Socimi, Hispania, e Axiare) sono quotati alla Borsa di Madrid, il rimanente sul MaB (Mercado alternativo bursatil). Dal 2017 a maggio 2019 il MaB ha visto crescere in modo esponenziale il numero di socimi, passando da 48 veicoli nel 2017 a 63 nel 2018, ai quali si aggiungono nei primi cinque mesi dell'anno in corso quattro nuove società.

Nel 2018 la capitalizzazione totale ammonta a circa 23,75 miliardi di euro, con una forte concentrazione tra le cinque società più importanti, Merlin Properties, Immobiliaria Colonial Socimi, General De Galerias Comerciales Socimi, Hispania Activos Inmobiliarios (ritirata dal mercato azionario nell'aprile 2019) e Axiare Patrimonio (assorbita dalla catalana Immobiliaria Colonial Socimi nel luglio 2018), che rappresentano oltre l'ottanta per cento del totale. Le prime dieci hanno chiuso il 2018 con oltre 19 miliardi di capitalizzazione, registrando un incremento di circa il sei per cento rispetto all'anno precedente e del 95 per cento rispetto al 2016.

Le quattro maggiori società quotate (Merlin, Colonial, Hispania e Lar España) hanno riunito in pochi anni di attività portafogli immobiliari per un valore di circa trenta miliardi di euro: in soli tre anni (prendendo come riferimento il primo trimestre 2015 quando Merlin e Colonial hanno iniziato a realizzare cospicue acquisizioni) hanno moltiplicato per quattro i loro portafogli.

Il ruolo determinante in questa crescita esponenziale è da attribuire alla società **Merlin**, veicolo che detiene un patrimonio di oltre 12 miliardi di euro, costituito prevalentemente da uffici (46 per cento del valore) e da centri commerciali e retail (36 per cento) con un crescente interesse per la logistica (sette per cento).

Il segreto del suo primato è la diversificazione del suo portafoglio. Tra gli edifici più emblematici c'è Torre Agabar.

Merlin Properties, la più grande società di investimenti immobiliari spagnola, ha ottenuto un utile netto consolidato fino a settembre 2018 di oltre 480 milioni di euro, che rappresenta l'1,4 per cento in più rispetto allo stesso periodo del 2017. La società quotata in borsa con l'indice Ibex 35 ha chiuso il 2018 con una crescita dei redditi da locazione in tutti i settori.

Nel 2018 la socimi diretta da Ismael Clemente ha locato oltre 650.000 metri quadrati e ha migliorato il tasso di occupazione dei suoi beni raggiungendo il 93,4 per cento. I ricavi maggiori, in crescita rispetto allo scorso anno, derivano dal settore degli uffici, con Madrid, Barcellona e Lisbona come mercati principali. La maggiore crescita, oltre il 17 per cento, è avvenuta a Barcellona, dove Merlin possiede la Torre Glòries dell'architetto Jean Nouvel.

Tra le locazioni eccellenti del 2018 spiccano oltre tre mila metri quadrati di uffici all'americana Oracle, 7.500 metri quadrati di uffici con Ferrovial a Vía Norte e altre seimila metri quadrati con Deloitte a Torre Chamartín, entrambi a Madrid.

Per quanto riguarda l'attività nei centri commerciali, i 18 complessi di proprietà della Socimi hanno registrato un incremento delle locazioni di oltre il quattro per cento.

Il settore logistico, che rappresenta meno di un decimo del portafoglio, ha registrato la maggiore crescita nel terzo trimestre dell'anno. I ricavi sono aumentati del 9,2 per cento e il tasso di occupazione, la migliore tra tutte le divisioni aziendali, si è attestato al 98,2 per cento. La maggior parte delle attività si concentra su Madrid e Barcellona, ma ha annunciato l'acquisizione di nuovi terreni per uso logistico a Valencia e nei Paesi Baschi per un valore di circa 59 milioni di euro.

L'acquisizione più importante compiuta nel 2018 è il centro commerciale Almada a Lisbona per oltre 406 milioni di euro; a questa si aggiunge un'altra grande operazione (59 milioni di euro) nel settore logistico con l'incorporazione di quattro capannoni a Madrid e Vitoria. Il portafoglio di uffici è stato inoltre ampliato con l'acquisto di un edificio direzionale (Zen Power) a Lisbona per oltre 33 milioni di euro. La grande scommessa avviata da Merlin è al di fuori della Spagna, poiché la Socimi punta ad essere leader in Portogallo, cercando di concentrare entro il 2022 un portafoglio di due miliardi di euro (il doppio rispetto ad oggi) prevalentemente in uffici. Il motivo di questa accelerazione di interesse verso il Portogallo deriva dall'enorme potenziale espresso dalla sua capitale.

Nei disinvestimenti (che hanno raggiunto un valore aggregato di 588 milioni di euro attuati da Merlin), spicca la cessione delle sue quote sul patrimonio di Testa al fondo di investimento Blackstone.

Tra le socimi che hanno quadruplicato il loro portafoglio immobiliare figura Immobiliaria Colonial, con un patrimonio di circa 11,2 miliardi, rispetto ai 2,5 miliardi del 2015. Il balzo sul podio delle socimi non ha colto il settore di sorpresa poiché la storica società immobiliare, nata a Barcellona nel 1946, ha fatto grandi passi avanti con forti investimenti e la recente acquisizione di Axiare (luglio 2018). Con questa fusione è diventata la seconda socimi in Spagna dopo Merlin e ha rafforzato la sua posizione nel mercato degli uffici a Madrid, anche se Parigi continua a rappresentare il suo mercato principale.

Nel secondo semestre del 2018 si è verificato inoltre un cambiamento nella struttura degli azionisti: il fondo sovrano del Qatar è infatti diventato il quotista di maggioranza, portandosi al 20,2 per cento. Questo fatto ha permesso a Colonial, attraverso uno scambio di azioni, di rafforzare la sua quota di partecipazione (81 per cento) nella controllata francese Sfl. Tra i principali azionisti figurano anche il messicano Carlos Fernández González, il gruppo colombiano Santo Domingo e Puig.

Il core business del veicolo sono gli uffici (91 per cento del valore del patrimonio), settore ritenuto stabile, con comprovata capacità di resilienza e i cui cicli non presentano repentine modificazioni ma vivono fasi di cambiamenti moderati. Il suo portafoglio di uffici include quelli della sua controllata francese SFL, con edifici a Parigi (33 per cento del valore totale).



Inmobiliaria Colonial ha ambiziosi piani di investimento per sviluppi legati al comparto uffici. Uno degli ultimi ha riguardato il programma Alpha IV, attraverso la vendita di alcuni uffici ritenuti ormai maturi in cambio dell'acquisizione dell'iconico edificio Diagonal 525 a Barcellona.

Colonial, attraverso la sua controllata Utopicus, prevede di investire entro il 2020 trenta milioni di euro per mettere sul mercato 36 mila metri quadrati di coworking a Madrid e a Barcellona. Tredici centri di cui quattro a Barcellona (nove mila metri quadrati) e nove a Madrid (27 mila metri quadrati). Attualmente il veicolo dispone di cinque spazi condivisi a Madrid e due a Barcellona.

L'altra grande socimi Hispania (quotata dal 2014) è stata protagonista di una recente operazione aziendale: nell'aprile del 2019 ha abbandonato questo regime fiscale dopo essere stata rilevata dal gigante Blackstone. Il fondo americano prevede di utilizzare le risorse di Hispania per creare una grande piattaforma alberghiera e diventare il più grande proprietario del paese.

Nell'aprile del 2018 il fondo Blackstone ha acquistato dal quotista George Soros il 16,56 per cento delle quote della società e successivamente ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto per il resto della socimi, valutata complessivamente 1,9 miliardi di euro. Dopo un difficile avviamento delle trattative, tenuto conto che Hispania Activos Inmobiliarios rappresenta uno dei più grandi proprietari di hotel in Europa e il più grande in Spagna, a giugno è stato perfezionato l'acquisto. Da allora il fondo americano ha riorganizzato la gestione patrimoniale affidando alle società che possiede la gestione di specifici segmenti di mercato (Fidere per i beni residenziali, Rivoli per gli uffici e Hi Partners per gli hotel).

Il veicolo è uno dei più grandi proprietari di hotel in Europa e ha avviato un ambizioso processo di trasformazione. In pochi anni ha radunato e gestisce un importante portafoglio di immobili valutato a fine 2018 oltre 2,8 miliardi di euro. Già nel 2016 la società aveva avviato un processo di dismissione del portafoglio di uffici e residenze per dedicarsi esclusivamente al settore ricettivo, divenendo in tal modo il più grande proprietario di catene, la cui gestione è affidata a grandi operatori di cui il più importante è Barceló.

Il 66 per cento del valore del suo patrimonio complessivo è costituito da hotel e il 24 per cento da uffici, completano il portafoglio immobili residenziali. Già a fine 2017 aveva perfezionato l'acquisto dell'intero Bay Hols&Leisure (19 hotel e due centri commerciali) da Barceló. A fine febbraio 2018 ha acquisito un portafoglio di otto alberghi, per un valore di 184 milioni di euro. Nel dettaglio sono stati perfezionati l'acquisto di un hotel nella zona di Marbella a Malaga per 19 milioni di euro e cinque stabilimenti nelle isole Baleari e due nelle isole Canarie (Alua Hotes) per 165 milioni di euro.

Dopo le acquisizioni di Hispania e Axiare, Lar España sarà l'unica socimi storica (oltre Merlin) a rimanere nel Bme dal suo esordio sul mercato azionario nel marzo del 2014. Promossa e gestita esternamente dal Grupo Lar, con principale azionista il fondo Pimco (19,6 per cento), detiene oggi un portafoglio di oltre 1,5 miliardi di euro, di cui l'82 per cento costituito da centri commerciali.

Nel corso dell'anno precedente la società ha effettuato importanti disinvestimenti negli uffici, vendendo a Colonial l'Egeo per 79 milioni e nella logistica, dismettendo in blocco l'intero parco logistico per circa centoventi milioni di euro. Con queste azioni la società ha rafforzato il suo portafoglio di centri commerciali, dismettendo immobili considerati non strategici come uffici, logistica o residenziale. Il piano di dismissioni dovrebbe consentire a Lar di guadagnare forza finanziaria, continuare a scommettere sul retail e migliorare la remunerazione degli azionisti.

Tra le acquisizioni figurano il parco commerciale Rivas Futura a Madrid (pagato 61,6 milioni di euro) e la galleria del parco commerciale Abadia a Toledo per 14 milioni. In questo modo, la Socimi diventa proprietaria dell'ottanta per cento dell'area commerciale del Parco che ha una GLA complessiva di oltre cinquantaquattromila metri quadrati. Parque Abadía è la più grande area commerciale di Castilla-La Mancha con sei milioni di visitatori all'anno. In particolare, la galleria di nuova acquisizione occupa oltre seimila metri quadrati che, sommati ai trentasette mila metri quadrati del complesso commerciale, costituiscono un'area di oltre quarantatré mila metri quadrati.

Tra le prime cinque posizioni nella top ten delle Socimi si conferma General De Galerias Comerciales Socimi. General of Commercial Galleries, quotata al MaB a luglio 2017, ha un valore di mercato di circa 2,8 miliardi di euro, il che la colloca in testa al mercato alternativo. La società ha un portafoglio diversificato: possiede complessi commerciali in Andalusia e in Catalogna, uffici e terreni edificabili.

Le altre società, escludendo le prime dieci, realizzano capitalizzazioni decisamente più contenute e il cui ammontare non arriva al venti per cento del totale e il patrimonio complessivo supera di poco i 17 miliardi di euro. Nella maggior parte dei casi si tratta di patrimoni ancora in fase di formazione o ampliamento, perseguito attraverso il costante incremento della raccolta, aumenti di capitale e alleanze strategiche. I portafogli sono meno diversificati e puntano principalmente sul mercato residenziale.

Le prospettive per il comparto sono molto positive, con previsioni di crescita delle Socimi nel prossimo futuro, anche grazie a grandi banche e società di investimento internazionali, in particolare americane, che stanno organizzando il lancio di nuovi veicoli.

Oltre la metà del patrimonio detenuto dalle Socimi è a destinazione uffici, quasi esclusivamente immobili di classe A situati nelle aree di pregio delle città più importanti. Seguono gli spazi commerciali, con forte concentrazione nella larga distribuzione, e la logistica, che rappresenta uno dei settori a maggiore potenzialità di crescita. Il residenziale rappresenta meno del dieci per cento degli spazi. Gli altri usi sono rappresentati da posti auto, case di cura, terreni e, soprattutto, alberghi.

Tavola  
50

LE PRIME DIECI SOCIMI OPERATIVE IN SPAGNA NEL 2018

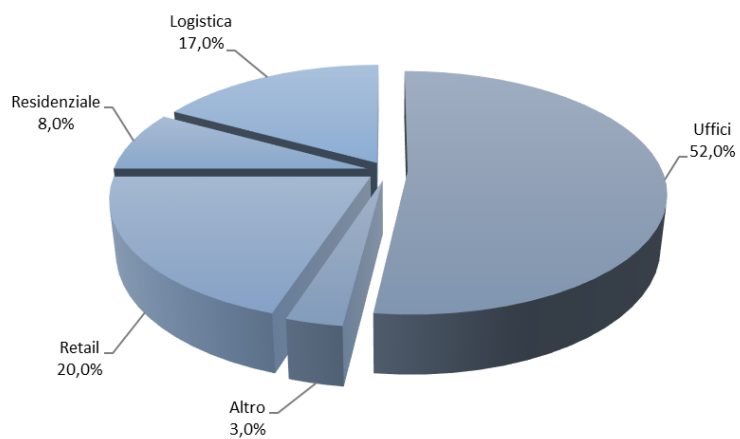
Società		Periodo di quotazione	Capitalizzazione (milioni euro)	Patrimonio Netto (milioni euro)	
1	Merlin Properties, Socimi, S.A.	BME	maggio 2014	5.066	12.041
2	Inmobiliaria Colonial Socimi, S.A.	BME	giugno 2016	4.134	11.190
3	General De Galerias Comerciales Socimi, S.A.	MAB	giugno 2017	2.782	801
4	Hispania Activos Inmobil. Socimi, S.A.	BME	marzo 2014	1.945	2.811
5	Axiare Patrimonio Socimi, S.A.	BME	maggio 2014	1.420	1.348
6	Gmp Property Socimi, S.A.	MAB	settembre 2014	1.052	2.189
7	Testa Residencial Socimi, S.A.	MAB	luglio 2018	847	2.855
8	Zambal Spain Socimi, S.A.	MAB	novembre 2015	762	880
9	Lar España Real Estate, Socimi, S.A.	BME	marzo 2014	706	1.580
10	Vivenio Residencial Socimi, S.A.	MAB	dicembre 2018	332	450
<b>Socimi</b>			<b>19.046</b>	<b>36.145</b>	

Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
51

## ASSET ALLOCATION DELLE SOCIMI SPAGNOLE

% della superficie, dicembre 2018



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Socimi

### 3.3 I REIT NEGLI STATI UNITI

Il consuntivo a fine 2018 conferma le positive previsioni già avanzate nel corso del secondo semestre scorso per il mercato quotato degli Stati Uniti. I Reit americani si confermano il più grande mercato e rappresentano costantemente oltre il sessanta per cento della capitalizzazione mondiale. I primi dieci Reit a livello mondiale per importanza oggi sono esclusivamente americani.

Il buon andamento del mercato dei Reit va di pari passo con una fase economica positiva del Paese che si sta dimostrando costante e con ritmi di crescita accelerati. Il 2018 ha visto una crescita del Pil di circa il tre per cento e le previsioni indicano simili risultati per il 2019, solo leggermente più contenuti, circa il 2,5 per cento. Nel 2018 negli Stati Uniti l'economia e il mercato del lavoro sono cresciuti in maniera sostenuta e il tasso di disoccupazione si è attestato al 3,9 per cento, il dato più basso degli ultimi diciotto anni, a cui fa eco la fiducia dei consumatori. L'economia e il mercato del lavoro sono cresciuti in modo considerevole soprattutto grazie agli tagli e alle agevolazioni fiscali deliberati alla fine del 2017.

A sostenere il clima di ottimismo sono anche i buoni risultati del mercato immobiliare che nel 2018 conferma una crescita delle transazioni e una diminuzione dell'offerta, soprattutto nei segmenti degli uffici, del retail e della logistica. L'unico segmento che sembra aver rallentato la sua corsa è il settore residenziale nel suo complesso anche la componente relativa agli immobili multifamily ovvero i condomini. Dal punto di vista del tasso di proprietà, quest'ultimo si è attestato intorno al 64,4 per cento, al di sotto della media storica del 65,2 per cento e questo fenomeno è ancora più vero per la fascia di mercato tra i 35 e i 44 anni. In questo scenario gli appartamenti di lusso e con classe energetica elevata nelle aree urbane offrono buone opportunità di acquisto anche grazie ad una graduale correzione dei prezzi che caratterizza questa fetta di mercato, fenomeno in parte dovuto alla tendenza dei millenials più anziani di lasciare le aree urbane per spostarsi verso le aree più suburbane.

Per quanto attiene le altre asset class, il settore degli uffici sta vivendo, come in altre realtà, un profondo processo di rigenerazione e di ristrutturazione, al fine di garantire un buon grado di flessibilità ed efficienza. Gli immobili commerciali, di ogni tipologia, stanno subendo una graduale revisione dei prezzi anche per un processo continuo di trasformazione nelle abitudini di acquisto degli americani e il costante incremento delle vendite online per molti prodotti ha portato molti retailer ad affiancare al servizio di consegna a domicilio anche esperienze in store.

In un contesto più generale, il diffuso clima di fiducia si riflette nella crescita continua dei prezzi medi e soprattutto nella crescita degli acquisti da parte di investitori grazie anche alla consolidata solidità dell'economia. Dal punto di vista delle location più attrattive per gli investitori, anche se permane l'attenzione su città come New York o San Francisco, i mercati "secondari" rappresentano un mercato interessante per gli investitori anche in considerazione del significativo aumento nel numero dei residenti, dovuto in buona parte a condizioni di vita più sostenibili sotto diversi aspetti.

In questo contesto positivo e con previsioni di ulteriore dinamismo, anche il mercato dei Reit ha confermato lo stato di buona salute con una capitalizzazione che ha superato per la seconda volta il trilione di dollari anche se in calo rispetto all'anno precedente. I dividendi si confermano costanti, intorno al 4,4 per cento per gli Equity Reit e di poco superiore all'11 per cento per i Mortgage Reit, che detengono i mutui e la previsione è di stabilità o crescita dei rendimenti per entrambi.

Il valore del Nav anche nel 2018 è il più alto a livello mondiale. Nell'anno appena trascorso si sono concluse operazioni per circa 76 miliardi di dollari (tre volte quelle registrate nell'anno precedente) per i due terzi imputabili ad acquisizioni da parte di fondi di asset del patrimonio pubblico. L'industria dei Reit segna complessivamente nel periodo 2004-2018 investimenti per oltre 430 miliardi di dollari con una predominanza del settore pubblico.

Tavola  
52

## SUDDIVISIONE DEI REIT OPERATIVI NEGLI STATI UNITI NEL 2018

Numero Reit	Settore	Capitalizzazione (mln di dollari)	% della capitalizzazione complessiva
<b>35</b>	<b>Industriale/uffici</b>	<b>159.403</b>	<b>15,3</b>
23	Uffici	76.533	7,4
12	Industriale	82.871	8,0
<b>33</b>	<b>Retail</b>	<b>154.740</b>	<b>14,9</b>
17	Shopping centers	48.900	4,7
7	Regional Malls	64.605	6,2
9	Ricreativo	41.235	4,0
<b>21</b>	<b>Residenziale</b>	<b>144.812</b>	<b>13,9</b>
15	Apartments	110.089	10,6
6	Residenze + servizi	34.723	3,3
<b>16</b>	<b>Diversificato</b>	<b>48.427</b>	<b>4,7</b>
<b>17</b>	<b>Turismo</b>	<b>47.170</b>	<b>4,5</b>
<b>5</b>	<b>Magazzini</b>	<b>57.830</b>	<b>5,6</b>
<b>11</b>	<b>Specializzati</b>	<b>42.028</b>	<b>4,0</b>
<b>18</b>	<b>Sanità</b>	<b>98.691</b>	<b>9,5</b>
<b>5</b>	<b>Data centers</b>	<b>60.975</b>	<b>5,9</b>
<b>4</b>	<b>Legname</b>	<b>22.447</b>	<b>2,2</b>
<b>6</b>	<b>Infrastrutture</b>	<b>137.379</b>	<b>13,2</b>
<b>171</b>	<b>Totale Equity</b>	<b>973.904</b>	<b>93,7</b>
<b>35</b>	<b>Mortgage</b>	<b>65.690</b>	<b>6,3</b>
21	Finanziamento residenziale	46.072	4,4
14	Finanziamento commerciale	19.618	1,9
<b>206</b>	<b>TOTALE INDUSTRIA</b>	<b>1.039.593</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Nareit

Tavola  
53

## ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT STATUNITENSIS

Mln di dollari

Anno	Equity		Mortgage		Hybrids		Totale	
	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.
1980	35	942	21	509	19	848	75	2.299
1981	36	977	21	541	19	921	76	2.439
1982	30	1.071	20	1.133	16	1.095	66	3.299
1983	26	1.469	19	1.460	14	1.328	59	4.257
1984	25	1.794	20	1.801	14	1.490	59	5.085
1985	37	3.270	32	3.162	13	1.242	82	7.674
1986	45	4.336	35	3.625	16	1.963	96	9.924
1987	53	4.758	38	3.161	19	1.783	110	9.702
1988	56	6.142	40	3.620	21	1.673	117	11.435
1989	56	6.770	43	3.536	21	1.356	120	11.662
1990	58	5.552	43	2.549	18	636	119	8.737
1991	86	8.785	28	2.586	24	1.597	138	12.968
1992	89	11.171	30	2.772	23	1.969	142	15.912
1993	135	26.082	32	3.398	22	2.679	189	32.159
1994	175	38.812	29	2.502	22	2.992	226	44.306
1995	178	49.913	24	3.395	17	4.233	219	57.541
1996	166	78.302	20	4.778	13	5.696	199	88.776
1997	176	127.825	26	7.370	9	5.339	211	140.534
1998	173	126.904	28	6.480	9	4.917	210	138.301
1999	167	118.233	26	4.441	10	1.588	203	124.262
2000	158	134.431	22	1.632	9	2.652	189	138.715
2001	151	147.092	22	3.990	9	3.817	182	154.899
2002	149	151.271	20	7.146	7	3.520	176	161.937
2003	147	239.114	21	19.330	7	6.356	175	264.800
2004	150	263.121	33	24.218	7	6.464	190	293.803
2005	152	301.491	37	23.393	8	5.807	197	330.691
2006	138	400.741	38	29.195	7	8.135	183	438.071
2007	118	288.695	29	19.054	5	4.260	152	312.009
2008	113	176.238	20	14.280	3	1.133	136	191.651
2009	115	248.355	23	22.103	4	741	142	271.199
2010	126	358.908	27	30.387	-	-	153	389.295
2011	130	407.428	30	42.674	-	-	160	450.102
2012	138	544.415	33	59.000	-	-	171	603.415
2013	145	606.387	36	60.823	-	-	181	667.210
2014	156	833.488	37	60.520	-	-	193	894.008
2015	170	882.191	37	51.991	-	-	207	934.182
2016	166	929.504	36	56.593	-	-	202	986.097
2017	167	1.062.751	36	67.359	-	-	203	1.130.110
2018	171	973.904	35	65.690	-	-	206	1.039.593

Fonte: Nareit

Tavola  
54

## ANDAMENTO DELLA PERFORMANCE DEI REIT STATUNITENSIS

Dividend yield, dicembre di ogni anno

Anno	Equity Reit	Mortgage Reit	Hybrids Reit	Rendimento composto
1996	6,05	8,5	6,72	6,22
1997	5,48	9,41	7,35	5,73
1998	7,47	10,49	13,07	7,81
1999	8,7	13,53	17,24	8,98
2000	7,52	11,31	14,76	7,71
2001	7,14	14,28	9,46	7,38
2002	7,05	12,34	8,94	7,32
2003	5,52	8,57	6,77	6,2
2004	4,66	8,15	6,24	4,97
2005	4,56	10,92	4,44	5,07
2006	3,59	6,43	9,6	4,04
2007	4,6	11,44	10,52	5,04
2008	9,4	18,23	64,11	10,42
2009	3,88	14,03	13,09	4,79
2010	3,54	13,03	-	4,31
2011	3,82	14,82	-	4,83
2012	3,51	12,93	-	4,38
2013	4,09	10,31	-	4,43
2014	3,56	10,0	-	4,06
2015	3,92	12,2	-	4,33
2016	3,96	10,6	-	4,10
2017	3,94	9,83	-	4,52
2018	4,37	11,48	-	4,82

Fonte: Nareit

La strategia dei Reit americani continua ad essere attenta al profilo di rischio e al contenimento della leva, che ha registrato un notevole calo negli ultimi anni, assestandosi su una media del 32 per cento per gli Equity Reit, più elevata la debt ratio dei Mortgage Reit, che si attesta intorno al 43 per cento.

Complessivamente la capitalizzazione media è scesa di circa il cinque per cento rispetto al 2017, con 11 Reit che superano i venti miliardi di dollari e 81 inferiori al miliardo. I primi rappresentano circa il cinque per cento dei veicoli totali americani, in lieve calo rispetto all'anno precedente il loro peso percentuale, mentre i secondi rappresentano circa il 39 per cento. Il cinque per cento dei veicoli totali concentra, di contro, il 37 per cento della capitalizzazione complessiva statunitense.

I rendimenti più elevati si registrano nel settore sanità con oltre otto veicoli con rendimenti a doppia cifra a dicembre 2018.

Storicamente i Reit sono riusciti a garantire una stabilità nei dividendi e a produrre una elevata crescita nel tempo. Non è quindi raro trovare tra i veicoli più importanti a livello globale, alcuni operatori che sono sul mercato da oltre vent'anni, come ad esempio il secondo Reit per capitalizzazione: Simon Property Group.

La strategia del Simon Property Group è stata quella di concepire un nuovo modello di centro commerciale, una realtà dove possono convivere più esperienze, in modo tale che i clienti trascorrono molto più tempo all'interno della struttura. Per fare ciò Simon Property Group, nel corso degli ultimi cinque anni, ha investito circa un miliardo di dollari l'anno. Un esempio è la riqualificazione di Philipps Plaza, un centro commerciale ad Atlanta: il progetto include un hotel e un ristorante, un edificio uffici di 13 piani e un club sportivo.

Un altro importante ruolo è giocato dai Reit la cui asset class di riferimento è rappresentata dal settore residenziale, soprattutto in tema di accessibilità all'abitazione per una ampia fascia di mercato. Un esempio è la Housing Partnership Equity Trust che nel 2018 ha acquistato un complesso residenziale degli anni ottanta nell'area della baia di San Francisco e detiene attualmente quasi tre mila unità abitative a prezzi accessibili, grazie anche alla collaborazione con organizzazioni no profit. Il divario infatti che si viene a creare in una certa fetta di mercato tra domanda e offerta ha origine nel fatto che i redditi delle famiglie sono aumentati ad un ritmo più lento rispetto al prezzo delle abitazioni, questi ultimi influenzati dall'innalzamento del costo dei terreni e di costruzione che hanno portato gli sviluppatori a concentrarsi su settori ad elevato rendimento. Un altro esempio di Reit del settore residenziale che opera in questo segmento di mercato è rappresentato da UHM Properties Inc, che possiede e gestisce abitazioni nelle zone rurali degli Stati Uniti e che opera dal 1968. In queste aree, più che in altre zone degli Stati Uniti, è emersa la necessità di garantire una abitazione in affitto a canoni sostenibili per un'ampia fascia di lavoratori soprattutto del settore agricolo che in funzione delle nuove stringenti regole per l'accesso al credito non sono più in grado di accedere al mercato creditizio per ottenere un mutuo per l'acquisto dell'abitazione.

Un altro segmento di grande interesse è rappresentato dai Reit industriali che possiedono centri logistici, che è cresciuto rapidamente per tenere il passo con l'e-commerce, con un portafoglio totale di spazi industriali che è aumentato di oltre il 35 per cento negli ultimi cinque anni. In particolare, per migliorare le dinamiche della supply chain locale, per velocizzare le consegne e garantire quindi al cliente finale un servizio che risponda alle sue esigenze, i nuovi sviluppi si concretizzano nella realizzazione di strutture logistiche a più piani nei centri urbani.

In un contesto in continua trasformazione, il settore delle tecnologie e dello sviluppo sostenibile sarà la chiave di volta per il settore immobiliare che dovrà sempre più confrontarsi con la progettazione di edifici sostenibili e il risparmio delle risorse idriche ed energetiche. Anche la tecnologia obbligherà velocemente a cambiare la progettazione degli edifici: per coloro che saranno in grado di evolversi in tempi brevi, il rischio di obsolescenza dei beni è reale, con implicazioni negative per il valore del portafoglio e della capitalizzazione.

Inoltre, il progressivo invecchiamento della popolazione porta l'attenzione degli investitori su strutture che coniughino l'aspetto residenziale con una gamma variegata di servizi che possano rispondere alle esigenze di una popolazione anziana con diversi gradi di autosufficienza e quindi bisogni diversi in termini di servizi.

Nella classifica dei primi dieci Reit per capitalizzazione si conferma, anche per il 2018, il Reit American Tower con quasi settanta miliardi di dollari, con al secondo posto, Simon Property Group, confermando le posizioni registrate lo scorso anno.

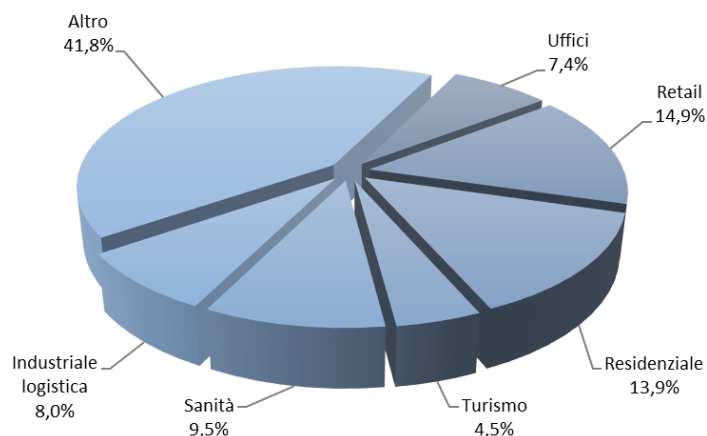
Per quanto riguarda l'asset allocation, la tendenza attuale dei Reit americani è orientata alla diversificazione nell'allocatione degli investimenti in un'ampia varietà di prodotti immobiliari, con una sempre maggiore concentrazione sui settori caratterizzati da uno squilibrio tra domanda e offerta e, dunque fonte di opportunità di ritorni competitivi in un'ottica di medio periodo. In particolare, secondo i dati relativi al mese di dicembre 2018, tra i settori che hanno registrato variazioni positive si trova il comparto industriale, quello sanitario e quello delle infrastrutture.



Tavola  
55

## ASSET ALLOCATION DEI REIT STATUNITENSIS

% della superficie, dicembre 2018



Fonte: Nareit

In conclusione, si può affermare che nel lungo periodo, i Reit sono stati un investimento solido, molto richiesto, capace di offrire rendimenti a lungo termine elevati. Dall'inizio del 1972, anno di creazione dell'indice, il rendimento medio annuo è stato di circa il dieci per cento; nel periodo 1996-2018 il rendimento medio annuo è stato pari al 5,7 per cento.

Se nel 2017, la performance del mercato azionario era stata trainata da titoli a forte capitalizzazione del settore delle tecnologie dell'informazione, con il comparto dell'Information technology che ha registrato un rendimento di oltre il trenta per cento, nel 2018 il mercato azionario statunitense sembra aver orientato le proprie scelte di investimento su titoli più legati ai fondamentali. Andando ad analizzare la performance dei macro-settori dei Reit, si evidenzia come buoni risultati siano stati registrati dai veicoli legati al mondo Health Care, e quelli focalizzati su settore residenziale.

Il settore immobiliare è stato oggetto di una riforma fiscale che ha eliminato i limiti di indebitamento imposti per la deducibilità degli interessi; tali aspetti uniti alle detrazioni garantite agli azionisti lasciano intravedere un incremento dei dividendi delle quote dei Reit.

Le prospettive per il breve periodo sono di una conferma delle ottime performance anche in considerazione della solidità e della maturità del mercato. Le caratteristiche estrinseche del contesto (crescita economica, aumento dell'occupazione, crescita della domanda immobiliare, le riforme fiscali) favoriranno lo sviluppo dei titoli azionari del real estate.

### 3.4. I REIT IN ASIA

I Reit asiatici partecipano all'economia complessiva dello strumento per circa il 13,6 per cento, ben sostenuti da un'economia globale che prosegue la sua fase espansiva, anche se alcuni indicatori segnalano il raggiungimento del picco massimo di crescita, in quanto Stati Uniti, alcuni Paesi dell'Asia ed Europa sembrano aver iniziato a rallentare. Per molti analisti il perpetrarsi delle tensioni tra Stati Uniti e Cina, a seguito dell'imposizione di reciproche limitazioni al libero flusso delle merci, farà da presupposto per l'inizio di un periodo di stagnazione economica e di inflazione. La crescita globale rallenterà al 3,3 per cento, contro il 3,6 per cento del 2018, a causa del venir meno della spinta fornita dai tagli fiscali e dal perdurare della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina. Per il 2020 si prospetta un ulteriore rallentamento del Pil globale.

Nel 2019 la crescita stimata del Pil cinese, attualmente pari a circa 13,1 trilioni di dollari, è compresa in una forbice tra il sei e il 6,5 per cento, rispetto al 6,6 per cento del 2018, il trend peggiore degli ultimi 28 anni. L'economia cinese si conferma resistente grazie agli effetti delle politiche di sostegno e stimolo introdotte dal governo e dall'annuncio del taglio delle tasse (riduzione di tre punti percentuali dell'iva, dal 16 per cento al 13 per cento) finalizzato a contrastare il rallentamento dell'economia e supportare lo sviluppo infrastrutturale e delle piccole imprese manifatturiere. La guerra dei dazi aumenta la pressione sulla Cina, alle prese con i suoi sforzi per ridurre il debito pubblico, leva primaria per la crescita.

Gli investimenti in asset fissi (immobili, terreni e macchinari) si attestano al 6,3 per cento, mentre la componente relativa agli sviluppi immobiliari registra un incremento dell'11,8 per cento. La produzione industriale cresce dell'8,5 per cento annuo nel mese di marzo 2019, facendo registrare il tasso più elevato da luglio 2014. Il dato beneficia del trend positivo rilevato in tutti i settori, in particolare quelli manifatturiero (più nove per cento), utility (più 7,7 per cento), minerario (più 4,6 per cento), trasporti (più 13,6 per cento) e macchinari (più 15,2 per cento). Nonostante la Cina sia ancora vista come un Paese fondamentalmente basato sulle esportazioni, le spese private contribuiscono per il 76 per cento circa alla crescita del Pil. Le vendite al dettaglio, pur rallentando in termini reali, salgono anch'esse dell'8,7 per cento.

Il Pil indiano si appresta a superare quello del Regno Unito, dopo che nel 2017 ha scavalcato in classifica la Francia arrivando a occupare il sesto posto tra le potenze mondiali. Le politiche economiche indiane prevedono, per il prossimo biennio, un incremento degli investimenti pubblici nel settore dei trasporti e dello sviluppo urbano e rurale, nonché una riduzione della tassazione sulle imprese e un inasprimento delle tariffe doganali sulle importazioni. Tali misure sono finalizzate a favorire la produzione interna, a ridurre il deficit commerciale con la Cina e a proseguire nella scalata della classifica delle potenze economiche mondiali con l'obiettivo di raggiungere il podio entro il 2030.

A cinquant'anni dalla sua fondazione Singapore si conferma lo stato più ricco, per Pil pro capite, del continente asiatico. Nonostante il debito elevato, superiore al 110 per cento del Pil, Singapore è caratterizzato da una solida economia aperta al commercio internazionale, una rapida crescita, una sana politica fiscale e un tessuto estremamente favorevole alle attività imprenditoriali. La strategia di crescita della città-stato è riconducibile alla volontà di distaccarsi dalla storica immagine di realtà commerciale, logistica e finanziaria e di puntare sulla sua affermazione come eccellenza del settore biomedico e dell'industria high-tech.

Il Giappone farà registrare, nel corso del 2019, un'espansione economica dell'uno per cento, conseguenza strettamente correlata all'elevata spesa pubblica derivante dai numerosi interventi di riparazione dei danni conseguenti ai fenomeni catastrofici (terremoti, inondazioni e tifoni) susseguitisi nel 2018 e dell'impatto economico legato all'innalzamento dell'iva (dall'otto al dieci per cento). I flussi delle esportazioni hanno inoltre rallentato la loro corsa in conseguenza del calo della domanda da parte della Cina e dell'aumento dei rischi globali correlati a politiche protezionistiche. Il Paese, oltre all'elevato debito pubblico, deve fronteggiare importanti sfide demografiche strettamente connesse al progressivo invecchiamento della popolazione, alla riduzione degli abitanti in età lavorativa e alla conseguente contrazione del gettito fiscale a fronte dell'aumento della spesa pensionistica. Il governo ha ribadito la volontà di conseguire lo sviluppo

sostenibile del Paese introducendo una maggiore liberalizzazione economica nonostante le pressioni di importanti gruppi di interesse.

Le stime relative alla crescita del continente asiatico, brevemente descritte in precedenza, restituiscono un generale rallentamento dell'economia segnato dalla contrazione della domanda e dagli effetti delle tensioni commerciali. In tale contesto macroeconomico i principali Reit asiatici tornano a segnare risultati positivi grazie alla capitalizzazione registrata in Giappone, Hong Kong, Korea e Taiwan.

I Reit risultano particolarmente attivi nei paesi asiatici in stretta relazione con gli importanti cambiamenti in atto a livello demografico e urbano. L'invecchiamento della popolazione, come nel caso giapponese, contribuirà all'espansione delle residenze per anziani e delle strutture sanitarie mentre la crescita della popolazione urbana trainerà il mercato immobiliare degli alloggi in condivisione, dell'istruzione, del self storage e dei data center. Le alternative di investimento sono dunque in grado di generare rendimenti superiori rispetto ai beni immobiliari tradizionali.

Il peso dei Reit asiatici sulla capitalizzazione mondiale è in crescita, passa dall'11 per cento circa del 2017 al 13,6 per cento del 2018. La capitalizzazione è in crescita del 22 per cento, quella media di circa il venti per cento, ormai prossima al miliardo di euro.

Il Giappone continua a occupare il gradino più alto del podio tra i mercati quotati del continente asiatico con una capitalizzazione superiore ai centotrenta milioni di dollari, frutto di una crescita del 16 per cento circa rispetto al 2017, che porta il peso del paese del sol levante al 57 per cento circa del totale asiatico.

Complessivamente i numeri del comparto giapponese indicano un dividend yield pari al 4,3 per cento contro il 4,1 per cento dello scorso anno con un numero degli strumenti passato da sessanta a 63. I rendimenti medi non superano per nessun veicolo il 6,5 per cento, Samty Residential e Takara Leben REIT hanno scalzato Ichigo Hotel REIT e MIRAI Corporation tra i Reit che fanno registrate rendimenti sopra il sei per cento.

Samty Residential è attualmente impegnato in tre attività principali: il settore immobiliare, dalla pianificazione allo sviluppo passando attraverso la ristrutturazione e la vendita di immobili residenziali di elevata qualità (S-Residence), la locazione immobiliare di strutture residenziali, direzionali e commerciali e la locazione di strutture ricettive.

Takara Leben REIT ha come obiettivo principale quello di assicurare guadagni stabili nel medio-lungo termine e raggiungere la crescita sostenibile del patrimonio gestito attraverso una solida e stabile base finanziaria. L'emissione di obbligazioni societarie è finalizzata all'acquisizione di nuove proprietà e alla ristrutturazione degli immobili in portafoglio e attraverso la diversificazione delle loro scadenze mira a minimizzare il rischio relativo al rifinanziamento e al tasso di interesse, fissando al sessanta per cento il limite massimo del rapporto Loan to Value.

Nonostante le difficoltà, l'economia giapponese fa segnare la fase espansiva più lunga da 16 anni. La produzione industriale è in aumento e il tasso di disoccupazione, inferiore al tre per cento, ha raggiunto il livello più basso degli ultimi vent'anni. L'andamento dei mercati finanziari risulta caratterizzato da una marcata volatilità correlata al rafforzamento dello yen rispetto al dollaro. Il governo intende consolidare i fondamentali economici attraverso incentivi per il mercato immobiliare e dell'automobile e per la promozione di iniziative in tema di sviluppo delle risorse umane e della produttività attraverso il ricorso all'intelligenza artificiale, l'internet of things, i big data e la robotica; attuando la quarta rivoluzione industriale e realizzando la società 5.0.

Il mercato immobiliare giapponese, durante il secondo semestre dello scorso anno, ha fatto registrare un forte calo delle transazioni, con una contrazione superiore al trenta per cento rispetto al 2017, raggiungendo il minimo storico degli ultimi sei anni. Le transazioni estere, che rappresentano più del trenta per cento delle operazioni immobiliari complessive, si sono ridotte del novanta per cento rispetto all'anno precedente, raggiungendo un valore complessivo di poco superiore a novanta miliardi di yen. La stagnazione immobiliare che sta interessando il mercato giapponese coinvolge prevalentemente le costruzioni di elevata qualità, con valori di cessione molto inferiori rispetto al 2017. Si prevede quindi che i valori degli immobili, già piuttosto

elevati, avranno scarse possibilità di incremento in quanto i rendimenti degli investimenti basati sul reddito da locazione hanno raggiunto il tre per cento, un livello che pochi investitori sono disposti ad accettare.

Il Giappone è caratterizzato da un duplice mercato immobiliare: da una parte si costruiscono più di novecento mila nuove abitazioni l'anno e dall'altra ci sono più di otto milioni di abitazioni vuote. Il numero di nuovi immobili rappresenta ormai più del dieci per cento dello stock immobiliare complessivo, mentre le abitazioni in completo abbandono hanno ormai raggiunto i 3,5 milioni di unità, rappresentati per lo più da seconde case in prefetture turistiche e da prime case in contesti rurali soggetti all'esodo della popolazione verso le città. Per fronteggiare la situazione il governo giapponese ha introdotto una serie di regole e incentivi che ne favoriscano la ristrutturazione o la demolizione.

In aumento è l'interesse verso i Reit di Singapore nonostante la contrazione della capitalizzazione di circa il dieci per cento rispetto allo scorso anno dovuta alle misure economiche introdotte dal governo e dalle ricadute della guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti. I canoni di locazione degli uffici e le entrate del settore alberghiero fanno registrare, in entrambi i casi, un incremento di circa il quattro per cento mentre gli affitti degli immobili commerciali e industriali proseguono il loro andamento negativo, con il secondo settore che si appresta a raggiungere il livello più basso e a invertire la tendenza nell'anno in corso.

Il rendimento medio dei Reit a Singapore si attesta al 6,4 per cento, mantenendo il livello fatto registrare nella precedente rilevazione, con circa la metà dei veicoli che garantisce un rendimento superiore alla media. CapitaLand Commercial Trust (CCT), Ascendas (A-REIT), Mapletree Logistics Trust (MLT), CDL Hospitality Trusts (CD REIT) e Frasers Centrepoint Trust (FCT) sono alcuni dei veicoli in cui il progressivo miglioramento dei canoni di locazione degli uffici, il maggior peso del ruolo ricoperto dal settore ricettivo, la ripresa degli affitti degli immobili industriali prevista per l'anno in corso e il prossimo completamento di iniziative commerciali delinea un futuro incremento della capitalizzazione.

Gli importanti interventi di riqualificazione architettonica e rifunzionalizzazione di cui saranno oggetto le principali strutture ricettive di Hong Kong comporteranno una riduzione della disponibilità di camere e una riconversione degli immobili "obsoleti" in nuove residenze capaci di massimizzare il valore potenziale delle location. Di contro, i nuovi sviluppi infrastrutturali dovrebbero portare all'incremento delle presenze e conseguentemente a ricadute positive sul settore alberghiero. Regal Reit, con il suo portafoglio di strutture alberghiere, si prevede possa garantire rendimenti superiori al 6,5 per cento, beneficiando della ridotta offerta alberghiera di Causeway Bay derivante dalla ricostruzione di The Excelsior.

Complessivamente i Reit di Hong Kong raddoppiano il valore della capitalizzazione, passando dai 22,5 miliardi di dollari del 2017 ai 42,7 del 2018 e portando il loro peso sul totale asiatico al 18,5 per cento, superando il valore dei Reit di Singapore.

I Reit thailandesi, prevalentemente operanti nel settore industriale, dovrebbero aver superato il periodo negativo grazie al graduale miglioramento del tasso di occupazione e alla crescita contenuta dell'offerta rispetto alla domanda. La crescita dell'e-commerce contribuirà a stimolare la domanda di immobili logistici, mentre l'aumento delle esportazioni e gli investimenti nel Corridoio Economico Orientale (CEE), esteso su un'area di circa 13 chilometri quadrati, trasformeranno il Paese in un nuovo polo produttivo e di servizi tecnologici connotato da un elevato livello di connettività terrestre, marittima e aerea, da un'offerta in crescita di immobili built-to-suit e da un vacancy rate in continua diminuzione. Gli investimenti previsti dal governo thailandese ammontano a circa 43 miliardi di dollari nel prossimo quinquennio e prevederanno lo sviluppo infrastrutturale e di hub direzionali, industriali e tecnologici nonché la pianificazione di nuove aree urbane con ricadute positive sul settore turistico, manifatturiero e servizi con centomila nuovi posti di lavoro entro il 2020. Prospettive positive si delineano anche per i Reit operanti nei settori direzionale e retail nonostante l'aumento dell'offerta di progetti architettonici di scala urbana e le criticità correlate alla crescita dell'e-commerce nel medio-lungo termine.

Il numero dei Reit thailandesi è in diminuzione da 63 a 60 con una capitalizzazione in calo di circa l'11 per cento rispetto all'anno precedente. Digital Telecommunication Infrastructure Fund (DIF), Tesco Lotus Retail Growth Freehold and Leasehold Property Fund (TLGF) e WHA Premium Growth (WHART) sono Reit caratterizzati da ampi portafogli immobiliari, da una buona liquidità e da una rischiosità ridotta con una resa che varia dal 6,9 per cento al 7,7 per cento.

Nel marzo di quest'anno l'India ha assistito al lancio e al successo della quotazione del suo primo Reit, Embassy Office Parks, da parte di Blackstone Group LP e del suo partner indiano Embassy Group. L'offerta pubblica iniziale è stata superata di oltre due volte e mezzo, con una raccolta di circa 687 milioni di dollari.

Il fondo detiene e gestisce complessivamente circa tre milioni di metri quadrati di spazi per uffici distribuiti nelle città di Bengaluru, Pune, Mumbai e Noida, di cui circa 270mila metri quadrati in costruzione e circa 510mila metri quadrati in progetto. Tra i tenant si segnalano JP Morgan, Google, Microsoft, Rolls-Royce e, all'interno della Express Towers situata nel Central Business District di Mumbai, Well Fargo, Warburg Pincus e Blackstone.

Tale evento apre nuove prospettive di investimento e segna l'inizio di una nuova era per il settore immobiliare indiano, in quanto lo stock terziario con caratteristiche appetibili per i Reit è pari a circa 27,3 milioni di metri quadrati con un potenziale di investimento stimato in circa 35 miliardi di dollari.

I mercati di Malesia, Korea, Pakistan e Taiwan continuano a rappresentare realtà marginali nel panorama asiatico, caratterizzate da contenute variazioni rispetto all'anno precedente e una capitalizzazione complessiva di circa 9,6 miliardi di dollari, trascinata al ribasso dal continuo calo del mercato malese nonostante la crescita dei Reit coreani e taiwanesi.

I fondi comuni di investimento immobiliare sono un fenomeno relativamente recente in Asia, ciononostante i mercati asiatici hanno recuperato rapidamente il gap temporale sfruttando il loro enorme potenziale di crescita. Sebbene inizialmente i Reit siano stati introdotti per raccogliere capitali durante periodi caratterizzati da carenze di liquidità, allo stato attuale sono visti come veicoli capaci di garantire ricadute positive sugli investimenti, sull'industria immobiliare, sui mercati dei capitali e sull'economia reale dei paesi asiatici. I governi di Cina e India vedono i Reit come veicoli di costruzione nazionale in grado di contribuire a raggiungere i loro ambiziosi obiettivi di urbanizzazione e a favorire lo sviluppo sociale ed economico. Due dei mercati più sviluppati, Singapore e Hong Kong, hanno approvato una serie di emendamenti alla loro normativa riguardante i Reit relativamente agli obblighi informativi e alle disposizioni normative al fine di favorirne uno sviluppo corretto e coerente all'evoluzione del mercato e della società. Le prospettive di crescita della classe media asiatica (ogni anno entrano a farne parte circa 140 milioni di persone pari a circa 385 mila al giorno) alimenteranno non solo la domanda relativa a tutte le tipologie di immobili e le necessità di finanziamento degli sviluppatori ma anche il bisogno di investire i risparmi in veicoli capaci di fornire un'appropriata copertura dall'inflazione quali i Reit.

Tavola  
56

## ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT ASIATICI

Dati al 31 dicembre di ogni anno, mln di dollari

Paese	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Giappone	21.910	54.035	47.037	26.055	31.706	43.280	39.764	47.187	70.406	92.371	109.000	114.400	112.244	130.638	135.000
Numero Reit	27	39	40	40	41	35	34	37	43	51	53	58	60	63	65
Hong Kong	255	4.698	8.467	6.926	9.114	12.686	14.928	19.003	21.335	24.900	25.703	26.625	22.539	42.769	44.000
Numero Reit	1	4	7	7	7	7	9	9	9	11	11	11	12	11	11
Singapore	7.067	17.427	21.474	12.848	24.114	34.235	28.750	35.218	45.800	68.816	44.860	49.000	43.204	38.792	40.000
Numero Reit	7	13	20	21	20	24	26	28	23	33	34	41	36	36	37
Malesia	90	554	1.615	2.471	1.829	3.673	5.137	6.566	8.600	7.118	9.030	8.951	6.179	4.389	4.000
Numero Reit	1	5	11	11	12	14	15	16	14	15	17	17	17	14	13
Korea	971	1.650	2.304	358	162	148	195	205	250	847	900	1.020	1.403	1.500	1.800
Numero Reit	10	13	18	4	3	4	7	8	8	8	8	8	6	11	13
Pakistan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	200	200	250	249	156	220
Numero Reit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1	1	1
Taiwan	188	1.935	2.676	2.222	1.890	2.211	2.456	2.610	2.900	2.600	2.600	2.750	2.111	3.537	3.000
Numero Reit	1	7	8	8	8	8	8	6	6	6	5	5	5	7	6
Thailandia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	8.079	9.300	10.750	10.212	9.114	8.800
Numero Reit	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	47	56	54	63	60	58
Totale capitalizzazione	30.481	80.299	83.573	50.880	68.815	96.233	91.230	110.789	149.291	204.931	201.593	213.746	198.141	230.895	236.820
Totale numero Reit	47	81	104	91	91	92	99	104	103	172	185	195	200	203	204

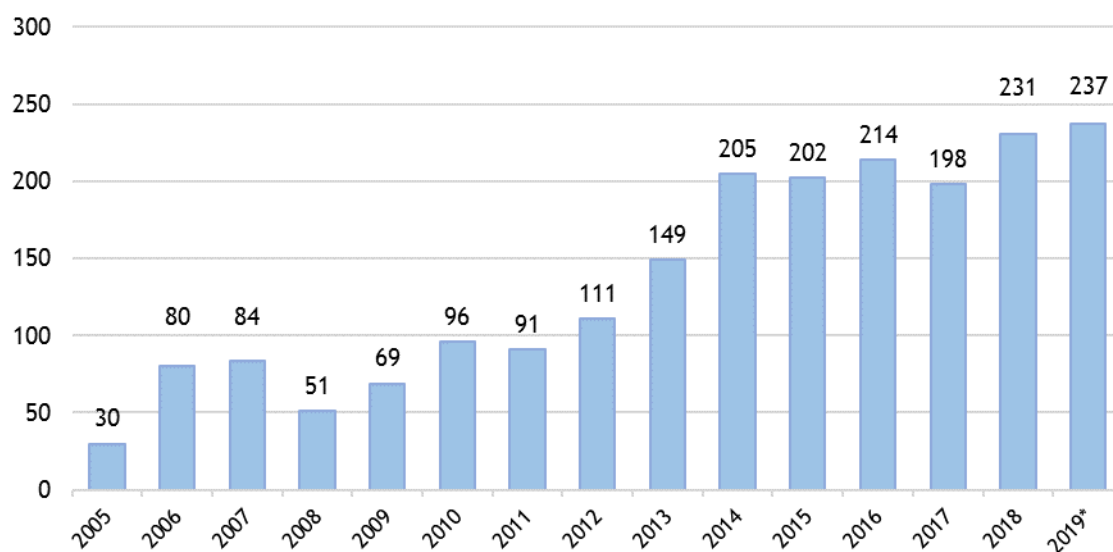
\*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
57

## ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT ASIATICI

Mld di dollari, dicembre di ciascun anno, totale Asia



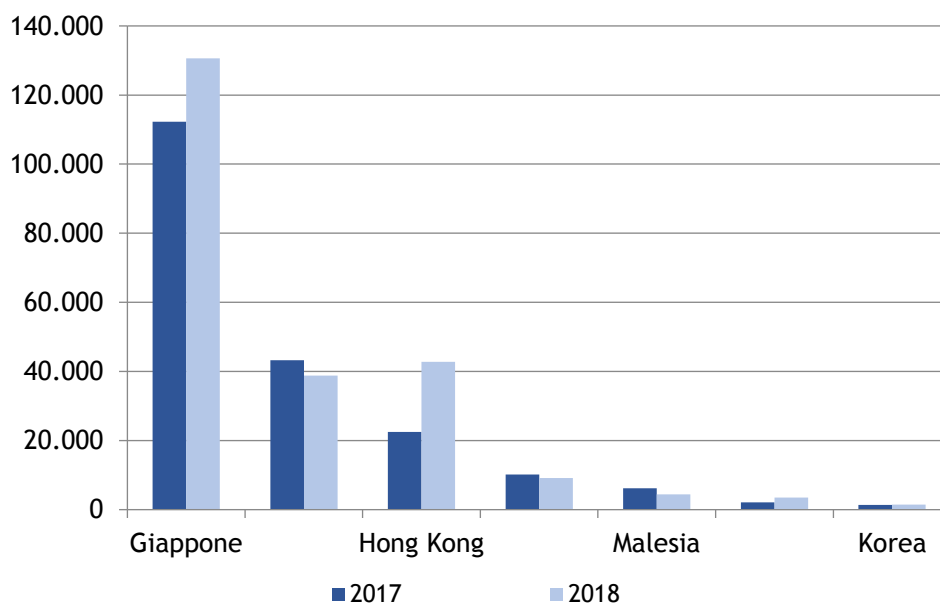
\*Stima

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Tavola  
58

## CONFRONTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEI REIT ASIATICI

Mln di dollari, dicembre di ciascun anno



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

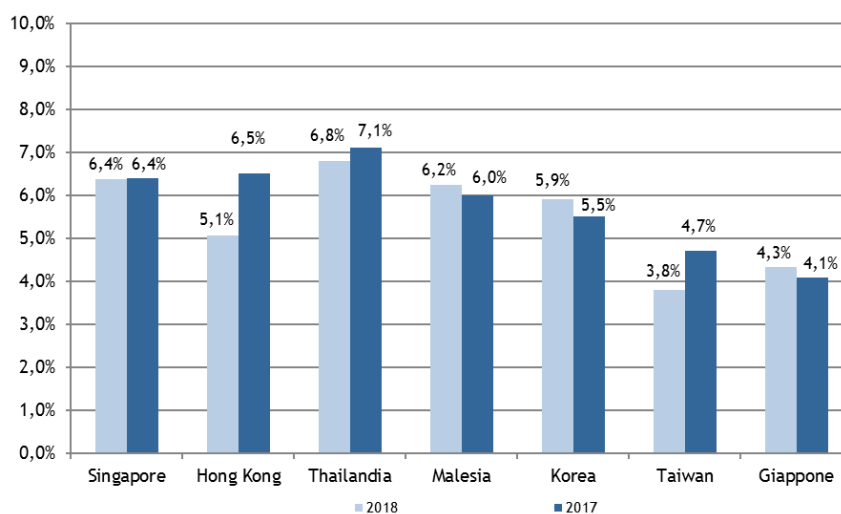
Per quanto riguarda i rendimenti medi il 2018 si registra un calo dello 0,3 per cento rispetto all'anno precedente, assestandosi al 5,5 per cento.

In tutti i Paesi asiatici analizzati, i Reit, pur continuando a rappresentare una realtà finanziaria nuova, rafforzano il loro ruolo di asset class contraddistinta da buone performance. Singapore, Hong Kong e Giappone confermano il loro posizionamento tra i primi dieci mercati Reit a livello globale per capitalizzazione complessiva.

Tavola  
59

## IL RENDIMENTO MEDIO DEI REIT ASIATICI

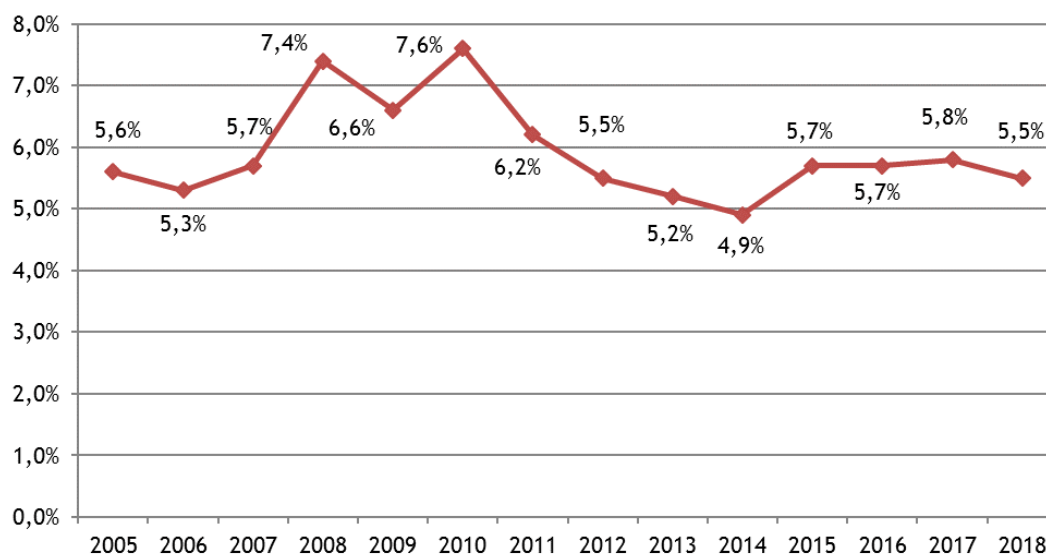
Dividend yield medio del settore



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

**Tavola 60** ANDAMENTO DEL RENDIMENTO MEDIO DEI REIT ASIATICI

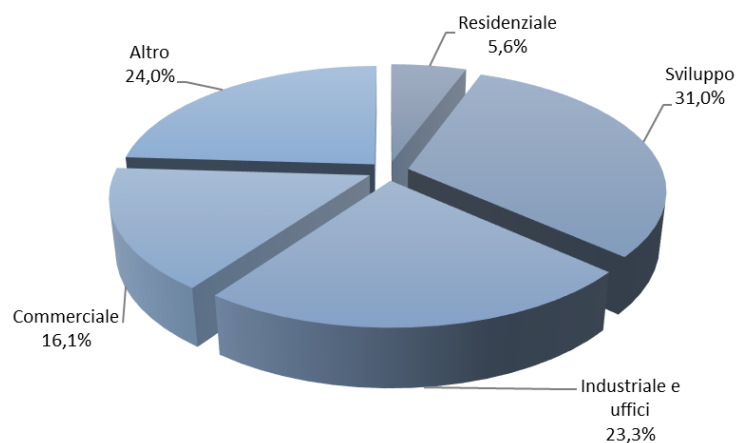
Dividend yield medio del settore



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit

**Tavola 61** ASSET ALLOCATION MEDIA DEI REIT ASIATICI

% della superficie, dicembre 2018



Fonte: elaborazione SCENARI IMMOBILIARI® su dati Reit