
RUOLO DELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE IN UN PORTAFOGLIO

7.1 INTRODUZIONE

Nel presente capitolo si analizza il ruolo degli investimenti immobiliari nella diversificazione di un portafoglio composto da diverse *asset class*. In altri termini, si esaminerà se l'introduzione di beni immobiliari in un portafoglio ha un impatto positivo sul rendimento e/o sul rischio, con particolare attenzione all'allocazione ottimale di investimenti immobiliari.

Tale problematica riveste un'importanza fondamentale nella gestione dei portafogli di investitori istituzionali che, spesso di grandi dimensioni, devono essere ottimizzati tenendo conto dei vincoli legali e regolamentari. Gli investimenti immobiliari dovrebbero essere previsti *a priori* da questi investitori, tanto più che alcune loro caratteristiche, come il valore unitario elevato e la mancanza di liquidità, non dovrebbero porre problemi insormontabili, data la dimensione dei portafogli gestiti.

Questa problematica è però altrettanto importante anche per altri investitori: per esempio, si è osservata una tendenza abbastanza accentuata delle aziende a esternalizzare il patrimonio immobiliare, cioè a non mantenere più i beni immobiliari in bilancio. Tale scelta corrisponde alla decisione di concentrarsi sull'attività principale dell'azienda, che ha un impatto sulla *performance*. Si considera anche il caso delle famiglie per le quali la decisione di acquistare un immobile rappresenta spesso una delle decisioni finanziarie più importanti: è essenziale conoscerne l'impatto sulla *performance* del loro portafoglio, tenendo conto di tutti i parametri, quali in particolare l'indebitamento e la fiscalità.

Nel capitolo si descrive quindi la diversificazione ottimale tra le diverse *asset class* (prevalentemente azioni, obbligazioni e immobili), definita *inter-asset diversification* (allocazione strategica di un portafoglio) e si affronta in breve anche la diversificazione della componente immobiliare di un portafoglio, definita *intra-asset diversification* (allocazione tattica di un portafoglio).

Lo studio del ruolo dell'investimento immobiliare nella diversificazione di un portafoglio deve rivolgere particolare attenzione alle eventuali distorsioni che possono derivare dall'utilizzo di un certo indice per studiare l'evoluzione dei prezzi sul mercato immobiliare (sul tema si veda il *Capitolo 6*). Inoltre, è opportuno ragionare su periodi relativamente lunghi che dovrebbero includere almeno un ciclo di mercato completo per tutte le *asset class*. Infine, è utile anche un confronto internazionale, soprattutto per testare la solidità delle conclusioni precedenti.

Dal punto di vista metodologico, questo capitolo si basa in gran parte sul concetto di frontiera efficiente, cioè le combinazioni di *asset* efficienti dal punto di vista del criterio media-varianza. Un portafoglio si dice efficiente se non esiste un altro portafoglio che, per un pari livello di rischio, ha un rendimento superiore o, in maniera equivalente, un rischio minore per un dato rendimento. Si costruiscono due frontiere efficienti, una contenente solo *asset* mobiliari e l'altra contenente *asset* mobiliari e immobiliari, e si analizza il divario esistente tra le due frontiere: più è accentuato, più importante è il ruolo dei beni immobiliari nella diversificazione di un portafoglio.

Il capitolo inizia con una breve presentazione dei concetti teorici utilizzati per l'analisi di tale problematica. Saranno poi esaminati il rendimento medio e il rischio degli investimenti immobiliari, procedendo a un confronto con le caratteristiche di rendimento e di rischio delle azioni e delle obbligazioni. Nel paragrafo successivo si analizza il grado di correlazione esistente tra i rendimenti dell'immobiliare e quelli delle altre *asset class*. Si utilizzeranno tutti i parametri necessari a esaminare frontiere efficienti che permettono di analizzare il ruolo degli immobili nella diversificazione di un portafoglio e la ponderazione ottimale dell'immobiliare in un portafoglio. Nell'ultimo paragrafo, si confronteranno l'allocazione suggerita dagli studi scientifici e l'allocazione effettiva degli investitori istituzionali e si analizzeranno alcune possibili cause del divario tra tali tipologie di allocazioni.