



Gli effetti reali degli eccessi finanziari globali: la situazione del mercato immobiliare italiano

La cronaca recente ha fornito ampia evidenza di come la finanza abbia avvelenato l'epicentro finanziario del sistema, gli Stati Uniti, ormai contaminati da quattro eccessi: l'indebitamento delle famiglie, arrivato a toccare punte del 131% del reddito disponibile; le speculazioni finanziarie tramite strumenti derivati senza finalità di copertura dal rischio e la diffusione della tecnica dello *short selling* (possibilità di vendere titoli non detenuti, con l'obbligo di consegnarli entro una certa scadenza); la cartolarizzazione dei prestiti, che ha consentito alle banche erogatrici di creare pericolosi *cocktail* finanziari e di spalmare il rischio su altri soggetti sparsi nel mondo, con la collaborazione delle agenzie di *rating* e di alcune discutibili modalità quanto a trasparenza sul mercato; l'assenza di standard regolamentari che, complici i bassi tassi di interesse, hanno spinto le famiglie a compiere arrischiata operazioni di indebitamento e di rincorsa della bolla immobiliare nell'incantesimo di un costo del denaro reale (tasso nominale meno l'inflazione) nullo o addirittura negativo.

In questo contesto di eccessi e di nazionalizzazioni indotte, l'Italia può considerarsi al riparo dai rischi? Sebbene le banche italiane siano le principali artefici dell'esplosione della domanda e dell'offerta del mercato residenziale, rispetto ad altri Paesi europei hanno da sempre adottato politiche prudenziali nell'erogare nuovi prestiti. A tale proposito, poco conta se si tratti di un effetto intenzionalmente voluto oppure, con maggiore probabilità, di una conseguenza dell'arretratezza del sistema finanziario domestico. A ciò si aggiunga l'oculatezza con cui l'Italia ha gestito il decennio d'oro (1998-2007) del settore immobiliare, realizzando nuove abitazioni per un volume tre volte inferiore rispetto a quello spagnolo. Risulta, così, piuttosto improbabile che le quotazioni possano ridimensionarsi per eccesso di offerta (come in Spagna) e neppure sono ipotizzabili conseguenze sul mercato delle vendite messe all'asta effettuate da banche creditrici di mutuatari insolventi (come in USA), poiché l'indebitamento delle famiglie italiane è strutturalmente inferiore a quello statunitense.

Nella vicenda non mancano, tuttavia, i lati oscuri. Negli ultimi anni le banche italiane hanno modificato il proprio ruolo aumentando enormemente l'attività di compravendita di titoli, tanto da ritrovare nel loro stato patrimoniale odierno consistenti strumenti finanziari di origine statunitense. Per converso, molti imprenditori italiani hanno preferito sempre più spesso investire liquidità sul mercato finanziario, anziché in attività reali considerate più incerte e rischiose, ed oggi si trovano nella stessa condizione di azionisti di banche in difficoltà e di obbligazionisti di titoli tossici.

L'Italia può, dunque, dirsi salva da una crisi finanziaria endogena, ma resta evidentemente esposta al tracollo finanziario statunitense, nonché fragile per un'economia reale che restituisce segnali di recessione.

Gli effetti della stretta creditizia scaturita dalla crisi finanziaria sono, infatti, allarmanti, ancorché parzialmente celati da un sistema di rilevazioni ufficiali che non consente di cogliere appieno l'entità della trasformazione in atto.

Limitando l'attenzione al settore immobiliare, l'evoluzione delle erogazioni osservata nelle statistiche ufficiali continua, infatti, a nascondere il profondo cambiamento che ha caratterizzato (e continua a caratterizzare) il mercato del finanziamento garantito da immobili.

FINANZIAMENTI OLTRE IL BREVE TERMINE DISTRIBUZIONE PER DESTINAZIONE ECONOMICA DELL'INVESTIMENTO - EROGAZIONI

DATO OSSERVATO	Acquisto immobili diversi da abitazioni	Acquisto abitazioni	Totale erogazioni immobiliari	Investimenti in costruzioni non residenziali	Investimenti in abitazioni	Totale erogazioni costruzioni	Totale erogazioni
31/03/2008	4.647,00	14.188,00	18.835,00	4.908,00	6.857,00	11.765,00	30.600,00
31/12/2007	5.021,53	17.784,22	22.805,75	5.744,23	9.210,50	14.954,73	37.760,47
30/09/2007	3.570,79	14.023,52	17.594,31	4.719,54	7.008,91	11.728,45	29.322,76
30/06/2007	4.827,00	16.706,25	21.533,24	5.227,79	8.225,95	13.453,74	34.986,98
31/03/2007	4.130,95	14.213,51	18.344,45	5.390,83	6.966,48	12.357,31	30.701,76
31/12/2006	5.165,25	17.231,44	22.396,69	6.168,77	7.822,30	13.991,07	36.387,76
30/09/2006	3.275,08	13.910,49	17.185,56	4.126,79	6.160,28	10.287,07	27.472,64
30/06/2006	6.483,49	17.298,62	23.782,11	5.308,19	6.899,60	12.207,79	35.989,90
31/03/2006	3.431,72	14.432,45	17.864,17	4.497,19	5.921,84	10.419,03	28.283,19
30/12/2005	4.021,15	17.100,21	21.121,36	5.158,88	6.725,80	11.884,68	33.006,04
30/09/2005	3.182,93	12.834,65	16.017,58	4.047,34	5.683,95	9.731,28	25.748,86
30/06/2005	3.724,64	14.781,54	18.506,18	5.082,70	6.089,08	11.171,78	29.677,96
31/03/2005	2.738,82	11.548,03	14.286,85	4.112,62	4.771,46	8.884,08	23.170,93

Fonte: Banca d'Italia.

Il ricorso sempre più frequente alle sostituzioni ipotecarie contribuisce, infatti, a mantenere le erogazioni su livelli assai elevati, senza tuttavia alimentare, come accadeva in passato, il mercato della compravendita immobiliare.

La diffusione del fenomeno delle sostituzioni, arrivate ormai a rappresentare un quarto delle erogazioni, se in alcuni casi testimonia un livello di informazione non adeguato circa la convenienza di opzioni alternative, quale ad esempio la portabilità o surroga¹, in altri evidenzia la difficoltà dei mutuatari, che si vedono costretti ad aumentare il capitale prestato per fare fronte alle proprie esigenze di spesa.

FINANZIAMENTI OLTRE IL BREVE TERMINE DISTRIBUZIONE PER DESTINAZIONE ECONOMICA DELL'INVESTIMENTO - CONSISTENZE

DATO OSSERVATO	Acquisto immobili diversi da abitazioni	Acquisto abitazioni	Totale acquisti immobiliari	Investimenti in costruzioni non residenziali	Investimenti in abitazioni	Totale investimenti in costruzioni	Totale consistenze
31/03/2008	56.677,00	223.552,00	280.229,00	76.291,00	76.250,00	152.541,00	432.770,00
31/12/2007	56.993,75	226.374,04	283.367,79	62.907,77	77.849,65	140.757,41	424.125,20
30/09/2007	55.832,06	223.649,56	279.481,62	62.069,28	76.148,19	138.217,47	417.699,10
30/06/2007	55.083,69	216.116,43	271.200,12	60.850,51	73.746,93	134.597,44	405.797,56
31/03/2007	53.096,12	212.086,88	265.183,00	59.335,58	70.573,47	129.909,04	395.092,05

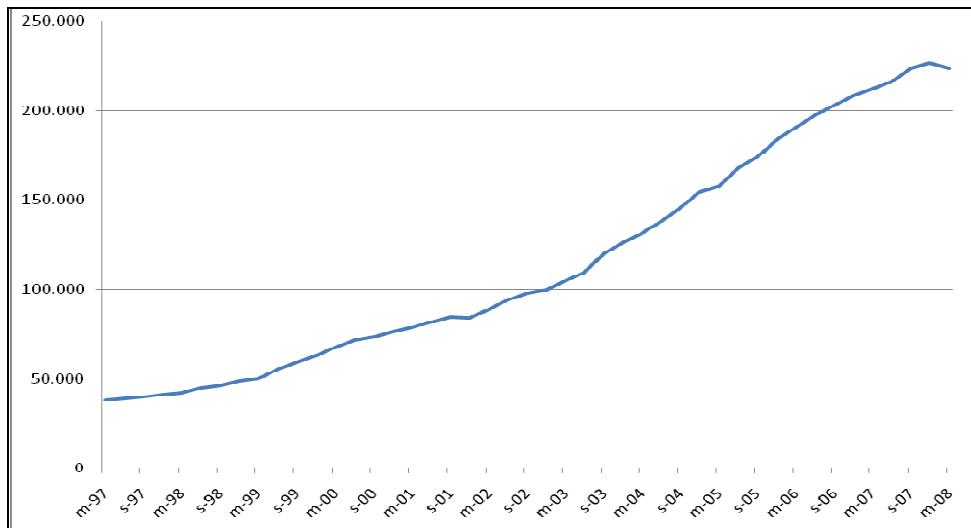
¹ Risulta evidente la discrepanza tra le indicazioni dell'Autorità di Vigilanza e la pratica abituale delle banche. Sono, infatti, 23 le banche che hanno addirittura ostacolato la portabilità/surroga dei mutui gratuiti, mentre solamente l'1% dei mutui in essere sono stati rinegoziati.

DATO OSSERVATO	Acquisto immobili diversi da abitazioni	Acquisto abitazioni	Totale acquisti immobiliari	Investimenti in costruzioni non residenziali	Investimenti in abitazioni	Totale investimenti in costruzioni	Totale consistenze
31/12/2006	52.106,99	208.295,82	260.402,81	57.135,41	67.806,37	124.941,78	385.344,59
30/09/2006	50.769,01	203.061,14	253.830,15	54.020,67	66584,616	120.605,28	374.435,43
30/06/2006	50.327,65	197.282,18	247.609,83	52.160,39	64224,023	116.384,41	363.994,24
31/03/2006	46.660,87	190.660,44	237.321,31	50.314,35	61.761,84	112.076,20	349.397,50
31/12/2005	43.705,35	183.806,18	227.511,52	48.598,44	59.816,30	108.414,74	335.926,26
30/09/2005	42.526,65	173.916,24	216.442,88	46.587,66	57.547,13	104.134,79	320.577,67
30/06/2005	41.325,69	167.994,05	209.319,74	45.402,78	55.545,07	100.947,86	310.267,59
31/03/2005	40.761,74	157.771,36	198.533,106	42.982,56	53.179,59	96.162,149	294.695,26

Fonte: Banca d'Italia.

La dinamica descritta, associata al boom delle estinzioni anticipate, ha portato ad un risultato eclatante dal punto di vista delle consistenze: per la prima volta da oltre un decennio si è assistito ad un calo dell'esposizione sostenuta da immobili. La flessione più eclatante (-1,3%) è apprezzabile in corrispondenza del segmento residenziale (rappresentato in figura), a testimonianza dell'inaridimento progressivo che ha colpito il mercato immobiliare in genere e in misura più accentuata tale settore.

**Evoluzione delle consistenze per acquisto abitazioni famiglie consumatrici
(Valori in milioni di Euro)**



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia.

Alla base della battuta d'arresto dell'indebitamento garantito da immobili devono essere poste, da un lato, la progressiva ascesa dei tassi di riferimento (arrestarsi solo in corrispondenza del taglio di mezzo punto del tasso ufficiale di sconto) e le difficoltà congiunturali del mercato immobiliare, dall'altro, la maggiore selettività delle banche italiane, che in risposta alle tensioni finanziarie sono ritornate ad essere estremamente prudenti.

Ad indurre le banche ad una maggiore selettività ha senz'altro contribuito il continuo peggioramento degli indici sulla rischiosità del credito. Gli oltre 5,6 miliardi di Euro di sofferenze riconducibili al settore immobiliare paiono una misura sottodimensionata rispetto alle crescenti difficoltà delle famiglie a rispettare i pagamenti. Considerando un tasso di *default* approdato all'1,3% (che penalizza soprattutto i mutui sottoscritti nell'ultimo triennio) si può stimare che, già nel corso di quest'anno, le sofferenze immobiliari arrivino a superare i 7 miliardi di Euro, raggiungendo il 2,5% delle attuali consistenze. Si tratta di un dato

preoccupante, anche alla luce dei tempi di esecuzione immobiliare del nostro Paese (per il completamento della procedura sono necessari in media circa 6 anni), che rischia di avere un impatto negativo sulla liquidità (o anche solo sulla percezione di solvibilità) del sistema bancario italiano.

Il mercato del credito immobiliare restituisce, dunque, un'immagine di un Paese fortemente polarizzato: da una parte i risparmiatori che, potendo, hanno saggiamente deciso di estinguere la propria posizione debitoria, dall'altra le famiglie che, nell'impossibilità di far fronte all'onerosità delle rate, si sono viste costrette a ricorrere alla sostituzione ipotecaria, se non addirittura all'inadempienza².

L'accresciuta onerosità dei finanziamenti, associata alle politiche di razionamento del credito messe in campo dalle banche, hanno avuto effetti deprimenti sul mercato immobiliare. Nel corso del 2008 la flessione attesa in termini di attività è nell'ordine delle 90 mila compravendite per il solo comparto residenziale, mentre dal punto di vista dei prezzi è solo grazie alla rigidità dell'offerta che non si sono ancora innestate le spirali recessive che hanno, invece, già interessato molti Paesi occidentali (Stati Uniti, Gran Bretagna, Irlanda, Spagna e, in misura minore, Francia). Se, come pare probabile, tale rigidità continuerà a manifestarsi, la flessione media dei valori in termini reali si attesterà tra il 3 e il 5%.

Nel quadro di fragilità e incertezza descritto (testimoniato dall'aumentata propensione alla liquidità degli investitori), solo un ulteriore allentamento della politica monetaria risulterebbe in grado di attenuare vincoli che limitano fortemente la capacità di spesa delle famiglie. L'entità degli eventuali interventi dovrà tenere conto della gradualità con cui, nell'attuale situazione di crisi finanziaria, l'Euribor, ossia il riferimento dei mutui a tasso variabile, si adeguà alla riduzione del tasso ufficiale di sconto.

Per approfondimenti

Nomisma, (2008), *Il valore delle garanzie immobiliari – Basilea 2 tra vincolo e opportunità*, Agra Editrice

A cura di

Luca Dondi dall'Orologio – Economista

Hanno collaborato

Marco Marcatili – Analista finanziario

Gianluigi Chiaro – Analista immobiliare

Contatti

Luca Dondi dall'Orologio

dondil@nomisma.it

+39 051 6483310

+39 346 5027430

+39 328 2242806

² L'insolvenza, ancorché temporanea, comporta un pregiudizio alla concessione di ulteriori prestiti per uno o due anni con evidenti effetti negativi sulle possibilità di spesa dei "cattivi pagatori". Nel caso di ritardi su due rate si rimane all'interno di un'apposita banca dati per 12 mesi mentre se il ritardo è superiore le informazioni vengono conservate per ben 24 mesi. Fino al 2005 la permanenza nelle basi dati in caso di ritardo si protraeva comunque per cinque anni. Non esiste modo di cancellare i propri dati da questi database sia pubblici che privati, differenziati sulla base dell'entità dell'erogazione.