

Quaderni per l'economia

Nomisma



Quaderni per l'economia

NUMERO 1

11 NOVEMBRE 2008

Giorgio De Rita
Luca Dondi dall'Orologio
Marco Marcatili

Gli effetti reali degli eccessi finanziari globali La situazione del mercato immobiliare italiano e le ricadute sul sistema bancario

Sommario

*Il contesto finanziario
internazionale* 1

*L'evoluzione del finanziamento
immobiliare* 3

*La presa di distanza
dai mutui ipotecari* 6

*Il deterioramento
della qualità del credito* 9

*Le ricadute sul mercato
immobiliare* 11

*Le implicazioni sull'operatività
del sistema bancario* 12

Bibliografia 13

IL CONTESTO FINANZIARIO INTERNAZIONALE

La cronaca recente ha fornito ampia evidenza di come l'accumularsi di eccessi speculativi sui mercati finanziari abbia "intossicato" l'epicentro del sistema, gli Stati Uniti. La dimensione globale della finanza e la forte integrazione ed interdipendenza dei mercati hanno poi fatto il resto distribuendo gli effetti, così come avevano distribuito i rischi, finendo di fatto per inceppare tutta l'economia mondiale.

Al blocco dei mercati interbancari e a prevenzione di una crisi di sistema stanno rispondendo tutte le Istituzioni monetarie nazionali ed internazionali con l'intento di rafforzare le tutele per i risparmiatori, se non addirittura di farsi carico direttamente delle attività illiquide (a questo, ad esempio, sono dedicati i 700 miliardi di dollari stanziati dalle autorità americane) o almeno di quelle per cui risulta difficile la valutazione dei rischi connessi. Seppur con modalità e strumenti diversi, in tutti i Paesi occidentali i fondi pubblici vengono messi a disposizione delle banche per aumentarne il grado di liquidità degli attivi.

In questo contesto di eccessi finanziari e di nazionalizzazioni indotte, l'Italia può considerarsi al riparo dai rischi? Ed il mercato immobiliare in che modo reagisce al rallentamento (secondo taluni vera e propria recessione) del ciclo economico? La riduzione del numero di compravendite ed il rallentamento dei prezzi registrati negli ultimi mesi in tutta Europa (e in USA), quali indicazioni forniscono per i prossimi mesi, ammesso che si possa con buona cognizione di causa azzardare una qualche ipotesi, sulle prospettive dei mercati residenziali?

Sono domande alle quali non è semplice dare risposte immediate e convincenti, troppe sono infatti le variabili in gioco, ma alcuni indizi possono comunque contribuire ad arricchire il quadro.

Il ritardo a volte si dimostra un vantaggio

Le banche italiane, pur essendo attrici dei mercati globali ed essendo state (al pari delle banche europee) le principali artefici dell'esplosione della domanda e dell'offerta del mercato residenziale, godono oggi di una posizione più solida in materia di crediti immobiliari, avendo 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 del tante volte deprecato ritardo del sistema finanziario domestico. A ciò si aggiunga che l'Italia, durante il decennio d'oro (1998-2007) del settore immobiliare, ha realizzato nuove abitazioni per un volume tre volte inferiore rispetto a quello spagnolo.

Risulta, così, piuttosto improbabile che le quotazioni immobiliari possano ridimensionarsi per esplosione del numero e dei volumi di crediti deteriorati (come in USA) e conseguente vendita all'incanto di un numero significativo di case, o per l'accumulo di offerta di abitazioni (come in Spagna), tale da squilibrare in maniera strutturale il mercato residenziale. Tuttavia, le dinamiche e gli eccessi della finanza globale producono effetti anche sul nostro settore residenziale e di questo occorre tenere conto. Nella vicenda non mancano, infine, i lati oscuri. Negli ultimi anni gli investitori istituzionali italiani hanno modificato il proprio assetto di portafoglio, aumentando enormemente l'attività di compravendita di titoli, immettendo nel loro stato patrimoniale consistenti strumenti finanziari di origine statunitense a scapito, in linea generale, degli investimenti immobiliari. Così molti imprenditori italiani hanno, sempre più spesso, preferito investire liquidità sul mercato finanziario, anziché in attività reali considerate più incerte e rischiose, con la conseguenza di essere oggi azionisti di banche in difficoltà, obbligazionisti di titoli tossici e clienti di un sistema che sta stringendo rapidamente i cordoni della borsa. L'Italia può, dunque, dirsi salva da una crisi finanziaria endogena e strutturale, ma resta evidentemente esposta al tracollo finanziario statunitense, nonché fragile per un'economia reale che restituisce segnali di recessione.



L'EVOLUZIONE DEL FINANZIAMENTO IMMOBILIARE

*Circa un quarto del mercato
è effetto di sostituzioni*

Gli effetti della stretta creditizia scaturita dalla crisi finanziaria sono allarmanti, ancorché parzialmente celati da un sistema di rilevazioni ufficiali dei valori riconducibili al mercato immobiliare, che non consente di cogliere appieno l'entità della trasformazione in atto e, soprattutto, di valutarne portata e prospettive.

Andando per ordine, occorre considerare, in primo luogo, il dato sui nuovi mutui. L'evoluzione delle erogazioni osservata nelle statistiche ufficiali continua, infatti, a non mostrare il profondo cambiamento che ha caratterizzato (e continua a caratterizzare) il mercato del finanziamento garantito da immobili. La contrazione dei finanziamenti concessi, finalmente apprezzabile anche dalle cifre (-7,9% nel trimestre chiuso il 30 giugno 2008 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente con riferimento al totale delle erogazioni per acquisto da parte di famiglie, che diventa -10,1% limitando l'attenzione alle sole abitazioni) non rappresenta, almeno apparentemente, un fenomeno così recente.

Il totale delle erogazioni non distingue infatti tra nuovi mutui sottoscritti per l'acquisto di una abitazione e erogazioni a fronte di una sostituzione di un mutuo già in atto. La possibilità di surroga a costi modesti è, infatti, recente e il ricorso sempre più frequente alle sostituzioni ipotecarie contribuisce a mantenere le erogazioni su livelli assai elevati, senza tuttavia alimentare, come accadeva in passato, il mercato della compravendita immobiliare. Anche le relazioni semestrali delle principali banche italiane, relative al primo semestre 2008, pur segnalando il rallentamento della domanda di finanziamento a medio-lungo termine delle famiglie, non rendono comprensibile la dinamica delle erogazioni.

**Tavola 1. Finanziamenti oltre il breve termine – Distribuzione per destinazione economica dell'investimento
Erogazioni nel trimestre**
(Valori in milioni di euro)

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
marzo 2005	2.738,82	11.548,03	14.286,85	4.112,62	4.771,46	8.884,08	23.170,93
giugno 2005	3.724,64	14.781,54	18.506,18	5.082,70	6.089,08	11.171,78	29.677,96
settembre 2005	3.182,93	12.834,65	16.017,58	4.047,34	5.683,95	9.731,29	25.748,87
dicembre 2005	4.021,15	17.100,21	21.121,36	5.158,88	6.725,80	11.884,68	33.006,04
marzo 2006	3.431,72	14.432,45	17.864,17	4.497,19	5.921,84	10.419,03	28.283,20
giugno 2006	6.483,49	17.298,62	23.782,11	5.308,19	6.899,60	12.207,79	35.989,90
settembre 2006	3.275,08	13.910,49	17.185,57	4.126,79	6.160,28	10.287,07	27.472,64
dicembre 2006	5.165,25	17.231,29	22.396,54	6.168,77	7.822,45	13.991,22	36.387,76
marzo 2007	4.130,95	14.213,51	18.344,46	5.390,83	6.966,48	12.357,31	30.701,77
giugno 2007	4.832,94	16.711,68	21.544,62	5.229,05	8.234,28	13.463,33	35.007,95
settembre 2007	3.570,79	14.023,52	17.594,31	4.719,54	7.008,91	11.728,45	29.322,76
dicembre 2007	5.025,14	17.809,27	22.834,41	5.751,88	9.216,97	14.968,85	37.803,26
marzo 2008	4.647,00	14.243,83	18.890,83	4.320,30	6.861,29	11.181,59	30.072,42
giugno 2008	4.821,61	15.026,59	19.848,20	4.892,72	7.798,77	12.691,49	32.539,69

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia.

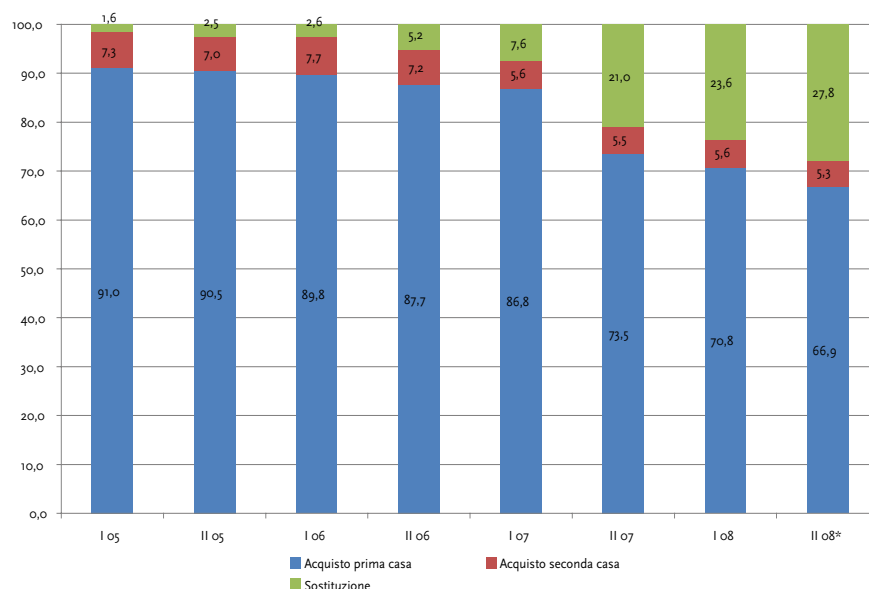
*Circa un quarto del mercato
è effetto di sostituzioni*

La diffusione del fenomeno delle sostituzioni, arrivate ormai a rappresentare quasi 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 prestatato per fare fronte alle esigenze di spesa.

Il crescente ricorso alla sostituzione dei mutui in essere risulta un fenomeno eclatante dall'analisi delle finalità dei mutui erogati nell'ultimo quadriennio.

Limitando l'attenzione alle componenti di acquisto e sostituzione è, infatti, possibile notare come il peso di quest'ultima sia andato progressivamente crescendo, in ragione dell'innalzamento dei tassi di interesse e dell'abbattimento dei costi di un'opzione, che fino a qualche anno fa risultava oltremodo onerosa.

Figura 1. Distribuzione dei mutui erogati per finalità
(Valori in %)



*Stime

Fonte: Elaborazioni e stime Nomisma su dati Mutuonline.

Se dal punto di vista numerico le sostituzioni rappresentano ormai un quarto delle stipule, da quello del valore è possibile stimare che la quota relativa a tale finalità sia arrivata a sfiorare il 13%.

Tale quantificazione deve essere posta in relazione al progressivo incremento degli importi erogati per sostituzione, arrivati ad attestarsi in media su valori prossimi ai 70 mila Euro.

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 gratuita, mentre solamente l'1% dei mutui in essere sono stati rinegoziati.

Tavola 2. Erogazioni – Il peso della componente di sostituzione

SEM	EROGAZIONI (MLD €)	QUOTA NUMERO MUTUI SOSTITUZIONE (%)	QUOTA VALORE MUTUI SOSTITUZIONE (%)	IMPORTO MUTUI SOSTITUZIONE (MLD €)
I 05	26,33	1,64	0,67	0,18
II 05	29,93	2,49	1,02	0,30
I 06	31,73	2,56	1,05	0,33
II 06	31,14	5,18	2,13	0,66
I 07	30,92	7,58	3,11	0,96
II 07	31,81	20,99	8,61	2,74
I 08	29,21	23,63	12,88	3,76

Fonte: Elaborazioni e stime Nomisma su fonti varie.

*Lo stock dei mutui
apparentemente si riduce*

Se invece di ragionare in termini di flussi (erogazioni ed estinzioni) si ragiona in termini di consistenza, i numeri rischiano di offrire nuovamente una immagine distorta e di condizionare la prospettiva.

Le consistenze complessive, peraltro molto ridotte rispetto al PIL in confronto con gli altri grandi Paesi occidentali, appaiono infatti in via di riduzione.

Tale contrazione è, tuttavia, da attribuirsi in misura prevalente al crescente ricorso a tecniche di cartolarizzazione dei crediti (ed in modo specifico dei mutui con sottostante rappresentato da immobili residenziali) che consentono di trasferire i rischi di credito e di ridurre, in conseguenza, il capitale regolamentare e i costi delle fonti di finanziamento. I dati mostrano, infatti, come per la prima volta da oltre un decennio si sia assistito ad un calo dell'esposizione sostenuta da immobili.

**Tavola 3. Finanziamenti oltre il breve termine – Distribuzione per destinazione economica dell'investimento
Consistenze alla fine del trimestre**

(Valori in milioni di euro)

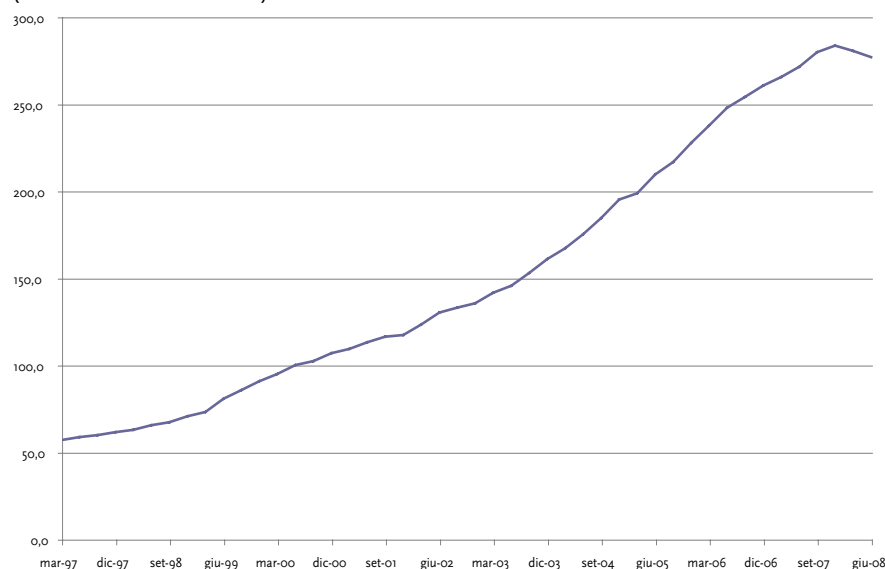
DATO OSSERVATO	ACQUISTO IMMOBILI DIVERSI DA ABITAZIONI	ACQUISTO ABITAZIONI	TOTALE ACQUISTI IMMOBILIARI	INVESTIMENTI IN COSTRUZIONI NON RESIDENZIALI	INVESTIMENTI IN ABITAZIONI	TOTALE INVESTIMENTI IN COSTRUZIONI	TOTALE CONSISTENZE
marzo 2005	40.761,74	157.771,36	198.533,10	42.982,56	53.179,59	96.162,15	294.695,25
giugno 2005	41.325,69	167.994,05	209.319,74	45.402,78	55.545,07	100.947,85	310.267,59
settembre 2005	42.526,65	173.916,24	216.442,89	46.587,66	57.547,13	104.134,79	320.577,68
dicembre 2005	43.705,35	183.806,18	227.511,53	48.598,44	59.816,30	108.414,74	335.926,27
marzo 2006	46.660,87	190.660,44	237.321,31	50.314,35	61.761,84	112.076,19	349.397,50
giugno 2006	50.327,65	197.282,18	247.609,83	52.160,39	64.224,023	116.384,41	363.994,24
settembre 2006	50.769,01	203.061,14	253.830,15	54.020,67	66.584,616	120.605,29	374.435,44
dicembre 2006	52.106,99	208.295,82	260.402,81	57.135,41	67.806,37	124.941,78	385.344,59
marzo 2007	53.096,12	212.086,88	265.183,00	59.335,58	70.573,47	129.909,05	395.092,05
giugno 2007	55.083,69	216.116,43	271.200,12	60.850,51	73.746,93	134.597,44	405.797,56
settembre 2007	55.832,06	223.652,12	279.484,18	62.070,57	76.154,21	138.224,78	417.708,96
dicembre 2007	56.995,41	226.398,67	283.394,08	62.907,77	77.818,05	140.725,82	424.119,90
marzo 2008	56.677,15	223.558,11	280.235,26	63.272,41	76.248,67	139.521,08	419.756,34
giugno 2008	57.287,22	219.298,13	276.585,35	64.367,87	78.462,20	142.830,07	419.415,42

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia.

La flessione più eclatante (-3,1% nel primo semestre del 2008) è apprezzabile in corrispondenza del segmento residenziale (rappresentato in figura), a testimonianza, tra l'altro, dell'inaridimento progressivo che ha colpito il mercato immobiliare in genere e, in misura più accentuata, tale settore.

Figura 2. Evoluzione dei finanziamenti (consistenze) per acquisto abitazioni da parte di famiglie consumatrici

(Valori in miliardi di Euro)



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia.

LA PRESA DI DISTANZA DAI MUTUI IPOTECARI

Le cartolarizzazioni

Nel corso degli ultimi anni le banche italiane hanno dedicato particolare attenzione alle tecniche (ed alle opportunità) di cartolarizzazione e ne hanno tratto i relativi benefici, offrendo allo stesso tempo migliori condizioni alla clientela.

La cartolarizzazione dei crediti è un'operazione in cui la banca (detta *originator*) decide di affidarsi ad una società veicolo (detta *Special Purpose Vehicle*) per trasformare un mutuo di natura usualmente immobiliare in titoli finanziari negoziabili sul mercato (detti *Asset Backed Securities*).

La società veicolo consolida le attività in pacchetti omogenei per natura e rischiosità delle attività cedute e, a fronte di essi, emette titoli (ABS) in diverse *tranches* (tipicamente *senior*, *mezzanine*, *junior*).

Questi titoli possono essere collocati presso il pubblico o presso investitori professionali e, di norma, la *tranche junior* è interamente acquistata dalla banca *originator*. In tal caso, il valore complessivo della *tranche junior* (originariamente mutui trasformati in titoli) non viene più iscritto in bilancio alla voce crediti verso clientela, ma a quella delle attività finanziarie da negoziare sul mercato o da detenere fino a scadenza. La rimozione dal capitale di vigilanza delle somme cartolarizzate consente di ampliare e migliorare l'offerta di credito. In questa direzione "la forte crescita delle cartolarizzazioni ha probabilmente concorso alla robusta espansione dei prestiti e alle condizioni di finanziamento favorevoli os-



*Alla ricerca di liquidità
ma senza eccessi*

servate tra gli inizi del 2005 e la prima metà del 2007. La turbolenza sui mercati finanziari ne ha mostrato i punti di debolezza: complessità, difficoltà di valutazione, eccesso di affidamento sui *rating*, inadeguatezza delle informazioni”².

Se, in linea generale, i mutui rappresentano un buon sottostante per strutture finanziarie, resta il problema di una generalizzata carenza di informazioni e valutazioni e una scarsa trasparenza verso il mercato di gran parte delle operazioni varate negli ultimi anni.

A conferma dell’accelerazione del processo di cartolarizzazione dei mutui residenziali (Residential Mortgage Backed Securities) registrata anche nel nostro Paese, è possibile citare i circa 15,2 miliardi di Euro di crediti garantiti da immobili residenziali cartolarizzati nei primi sei mesi del 2008. Limitando l’analisi alle sole RMBS, si deve notare come in meno di quattro anni lo *stock* di debito cartolarizzato abbia raggiunto i 51,7 miliardi di Euro.

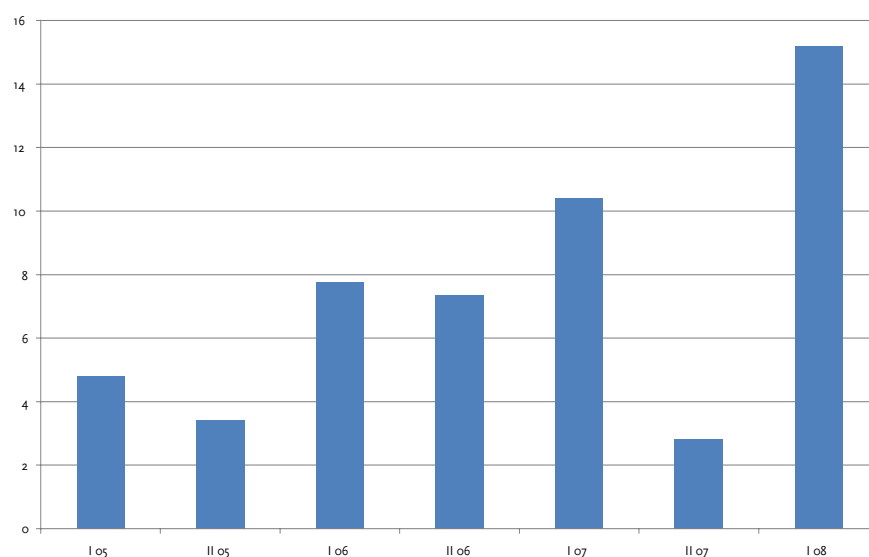
Sebbene ci sia stato un aumento rilevante delle *asset backed securitizations* dei mutui immobiliari, si deve al contempo rilevare come ciò sia avvenuto all’interno di un contesto normativo di gran lunga più stringente rispetto ad altri Paesi³. Inoltre, secondo un recente studio di Banca d’Italia⁴, sembrerebbe che il maggiore ricorso alle cartolarizzazioni dei crediti immobiliari da parte degli istituti creditizi italiani sia stato dettato dall’esigenza di recuperare liquidità in un periodo di forte pressione sul mercato interbancario, piuttosto che dall’obiettivo di trasferire il rischio a soggetti più deboli come avvenuto negli Stati Uniti. Da questo studio empirico – basato sulle operazioni di cartolarizzazione di prestiti effettuati tra il 2004 e il 2007 da 269 banche su un totale di 870 – emergono, essenzialmente, due conclusioni: nel periodo osservato i mutui cartolarizzati sono stati mediamente meno rischiosi rispetto a quelli non cartolarizzati, nonostante i mutui concessi dalle banche, che effettuano un volume di cartolarizzazioni maggiore, siano risultati mediamente più rischiosi. Questo rappresenta un’importante indicazione, di metodo e di scopo, dell’approccio alle cartolarizzazioni di crediti da parte delle banche italiane, da cui si evince la scelta di privilegiare mutui più affidabili a *rating* più elevato, senza tuttavia spingersi oltre le straordinarie esigenze di liquidità. Resta, tuttavia, da chiedersi se la cartolarizzazione di un mutuo allontana o meno il cliente dalla banca. Pur continuando a prevedere il servizio di incasso, l’esternalizzazione del rischio, in corrispondenza di surroga o sostituzione (scaturite dalla scarsa capacità della banca di reagire alle richieste di rimodulazione o comunque di sostegno), mina alla base il radicamento del rapporto banca/cliente.

² BCE, Bollettino mensile, febbraio 2008.

³ La normativa sulle cartolarizzazioni e successive istruzioni di vigilanza da parte di Banca d’Italia impone che qualora le banche decidano di cartolarizzare crediti debbano obbligatoriamente affidarsi a società veicolo esterne (con documenti contabili separati). Inoltre, tutti i titoli abs emessi e collocati verso il pubblico devono obbligatoriamente avere un *rating*.

⁴ Banca d’Italia (ottobre 2008), *Il rischio dei mutui alle famiglie in Italia: evidenza da un milione di contratti*.

Figura 3. Le cartolarizzazioni di mutui residenziali nel periodo 2005-2008
(Valori in miliardi di Euro)



Fonte:Elaborazioni Nomisma su dati European Securitisation Forum.

Occorre, inoltre, domandarsi se il sistema italiano è pronto per offrire servizi alla finanza in materia immobiliare (valutazioni, prospettive, consulenza legale, dismissioni di *asset* non performanti) per far fronte alle modifiche regolamentari attese per i prossimi mesi. Sono questi solo alcuni degli interrogativi emersi dalla complessa vicenda delle cartolarizzazioni a cui si dovrà dare immediata risposta se si vorrà evitare il ripetersi degli eccessi che hanno portato al tracollo tuttora in atto.

Alla luce delle considerazioni sin qui svolte, è possibile evidenziare il progressivo allontanamento dai mutui per l'acquisto di abitazioni che ha caratterizzato la seconda parte del 2007 e la prima del 2008. Al di là degli effetti della minore pressione della domanda e dell'irrigidimento dell'offerta, concretizzatisi in una netta flessione del numero dei contratti stipulati, si deve constatare la fuoriuscita dal settore tanto da parte del sistema bancario, alla ricerca di liquidità attraverso le operazioni di cartolarizzazione, quanto delle famiglie, mediante la chiusura anticipata delle posizioni debitorie.

Tavola 4. I numeri dell'evoluzione del settore dei mutui ipotecari

PERIODO	Δ CONSISTENZE (MLD €)	RMBS (MLD €)	EROGAZIONI AL NETTO DI SOSTITUZIONI (MLD €)	EROGAZIONI IPOTECARIE AL NETTO DI SOSTITUZIONI (MLD €)	CONTRATTI IPOTECARI STIPULATI* (NUMERO)	Δ CONTRATTI* (NUMERO)	ESTINZIONI (MLD €)
I 05	14,43	4,80	26,15	22,06	204.481	-	6,92
II 05	18,27	3,40	29,63	24,99	212.946	-	7,96
I 06	15,34	7,75	31,40	26,48	217.231	12.750	8,31
II 06	11,77	7,35	30,48	25,71	207.591	-5.355	11,37
I 07	9,93	10,40	29,96	26,96	215.205	-2.026	9,63
II 07	10,97	2,80	29,07	26,16	198.766	-8.825	15,30
I 08	-9,24	15,20	25,45	22,91	183.647	-31.558	19,49

* Rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.
Fonte: Elaborazioni e stime Nomisma su fonti varie.

*Mutui, banche
e mercati finanziari*

Il massiccio ricorso alle cartolarizzazioni registrato nel primo semestre 2008 non sembra destinato ad attenuarsi nella seconda parte dell'anno.

Le tensioni sui mercati finanziari, associate alla sfiducia nei confronti dell'operato delle agenzie di *rating*, inducono, tuttavia, gli investitori ad una maggiore selettività, pregiudicando l'assorbimento dei mutui cartolarizzati da parte del mercato.

Se cartolarizzando parte degli attivi le banche hanno infatti reperito i fondi con i quali erogare ulteriori finanziamenti, è evidente che un minore interesse per tale strumento rappresenti, in prima istanza, un problema di liquidità per il sistema e, in prospettiva, una minore disponibilità di credito per le famiglie. La cartolarizzazione, se da un lato ha consentito di ottenere nuove liquidità a prescindere dai titoli detenuti e di migliorare la situazione patrimoniale tramite il trasferimento del rischio di credito, dall'altra parrebbe avere determinato una relazione più stretta tra il finanziamento bancario e i mercati dei capitali.

A questo proposito, la BCE sottolinea che "la capacità delle banche di erogare prestiti [...] dipende dalle condizioni dei mercati finanziari in misura maggiore rispetto al passato, quando la principale fonte di finanziamento bancario era costituita dai depositi"⁵.

Nonostante i tassi di insolvenza di mutui ipotecari a garanzia di RMBS siano, come detto, contenuti, le cartolarizzazioni paiono inevitabilmente destinate a risentire del maggiore grado di rischiosità percepita che li connota, contribuendo a rendere più difficile il reperimento di risorse per le banche italiane. Alla base della battuta d'arresto dell'indebitamento garantito da immobili devono pertanto essere poste, tanto la progressiva ascesa dei tassi di riferimento (interrottasi solo in corrispondenza dei recenti interventi sul tasso ufficiale di sconto) e le difficoltà congiunturali del mercato immobiliare, quanto la maggiore selettività delle banche italiane, che le tensioni finanziarie hanno spinto ad essere nuovamente molto prudenti.

IL DETERIORAMENTO DELLA QUALITÀ DEL CREDITO

*Le sofferenze sfiorano
i 7 miliardi di Euro*

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 a fine 2007, paiono ancora 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 arriveranno 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, che rischia di avere un impatto negativo sulla liquidità (o anche solo sulla percezione di solvibilità) del sistema bancario italiano.

⁵ Bollettino mensile BCE, *La cartolarizzazione nell'area dell'Euro*, Febbraio 2008.

Il progressivo deterioramento della qualità del credito trova peraltro riscontro nella già citata analisi realizzata da Banca d'Italia sulle principali caratteristiche dei prestiti per l'acquisto di abitazioni erogati tra il 2004 e il 2007. La "mortalità" dei mutui concessi nei semestri più recenti risulta più accentuata rispetto al passato, a parità di tempo trascorso dall'erogazione. Alla medesima conclusione si giunge facendo riferimento ai tassi di passaggio allo stato di credito scaduto, classificati o meno come incagliati.

*Il disagio
delle famiglie in difficoltà*

È interessante notare come la situazione di difficoltà tenda a manifestarsi già dopo pochi trimestri dalla concessione del prestito e come, quindi, la dinamica dei crediti scaduti nei due o tre anni successivi rappresenti un buon indicatore di quella che sarà l'evoluzione delle sofferenze. A conferma delle difficoltà in cui versa una quota non trascurabile di mutuatari a tasso variabile, è possibile citare i dati recentemente diffusi dal Ministero della Giustizia.

Dal monitoraggio di oltre il 90% degli uffici giudiziari è, infatti, emerso che nei primi sei mesi del 2008 si è avuto, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, un incremento del 16,7% delle procedure esecutive iscritte.

Si tratta, nella quasi totalità dei casi, di azioni proposte da banche in risposta ad inadempienze da parte dei titolari di mutui. Ad attenuare la tendenza in atto hanno senz'altro contribuito i provvedimenti governativi a supporto delle famiglie in difficoltà, nonché la *moral suasion* verso il sistema bancario ad adottare tutte le iniziative possibili al fine di evitare l'avvio di procedure di esproprio e, dunque, l'aggravamento della crisi. Nonostante la riforma delle procedure nel 2006 abbia semplificato l'iter di esecuzione, contribuendo a ridurre di circa 5.000 unità il livello dei procedimenti pendenti (scesi da 134.000 del 2006 agli attuali 129.000), la durata media registrata sul mercato coattivo italiano risulta ancora eccezionalmente elevata. Dai dati relativi a quasi 14.000 procedure ultimate è, infatti, possibile evincere che, limitatamente al comparto residenziale, i tempi necessari per il completamento del percorso, in caso di epilogo con vendita all'asta, si attestano in media sui 5,6 anni, anche se non si può sottacere un'enorme variabilità territoriale di tale dato⁶.

Tavola 5. Il movimento dei pignoramenti immobiliari tra il 2006 e il 2008

	NUOVI	CHIUSI	PENDENTI FINALI
1° semestre 2006	15.021	18.023	133.881
1° semestre 2007	18.043	20.227	129.116
1° semestre 2008	21.059	19.576	129.304
Diff. % 2008/2007	+16,72	-3,22	+0,15

Fonte: Elaborazione del Sole 24 Ore su dati Ministero della Giustizia.

⁶ Le differenze registrate a livello territoriale devono essere ricondotte all'efficienza delle procedure adottate localmente. Le circoscrizioni in cui è maggiore la diffusione dei Tribunali informatizzati che operano tramite aste senza incanto arrivano, infatti, a posizionarsi su tempistiche non dissimili rispetto agli standard europei.

Tavola 6. Durata media procedure esecutive residenziali per aree geografiche

AREA GEOGRAFICA	ANNI
Nord	4,3
Centro	6,4
Sud	11,1
Italia	5,6

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Asteimmobili.

LE RICADUTE SUL MERCATO IMMOBILIARE

Una immagine sfocata

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'inadempienza⁷.

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 di almeno 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 innescate 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, nella seconda parte dell'anno, tra il 3 e il 5%.

Tali dati medi paiono comunque destinati ad essere la risultante di andamenti difformi. Da una parte le aree urbane di maggiori dimensioni in cui il calo delle quotazioni sarà più sensibile, in ragione di taluni eccessi speculativi colà palesatisi, dall'altra i comuni di piccole e medie dimensioni dove non si andrà oltre una stabilizzazione dei valori sui livelli di inizio anno.

Nel quadro di fragilità e incertezza descritto (testimoniato dall'aumentata propensione alla liquidità degli investitori), solo un progressivo allentamento della politica monetaria, peraltro già in atto, sembra in grado di attenuare vincoli che limitano fortemente la capacità di spesa delle famiglie. L'entità di eventuali ulteriori interventi dovrà tenere conto della gradualità con cui, nell'attuale situazione di crisi finanziaria, l'Euribor, ossia il riferimento della maggior parte dei mutui a tasso variabile, si adegua alla riduzione del tasso ufficiale di sconto. Gli interventi in tal senso, se da un lato garantiscono un immediato sollievo alle

⁷ 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.

famiglie già esposte, dall'altro rappresenterebbero solo un primo passo nella ricomposizione di un quadro favorevole agli impieghi immobiliari. Il superamento della diffusa aspettativa di un'imminente flessione delle quotazioni necessita, infatti, del ripristino di un clima di fiducia nei confronti del settore, che la sola riduzione dei tassi di interesse, nell'immediato, non sembra in grado di garantire.

LE IMPLICAZIONI SULL'OPERATIVITÀ DEL SISTEMA BANCARIO

*Progettare e usare
gli strumenti adeguati*

In un mercato evidentemente rarefatto, l'individuazione di un riferimento di valore da associare agli immobili risulta un'operazione particolarmente complessa e delicata. Se, come rilevato nella ricerca *Il Valore delle garanzie immobiliari – Basilea 2 tra vincolo e opportunità*, la valutazione immobiliare nel nostro Paese risulta da sempre un'attività non priva di difficoltà, in una fase di mercato come l'attuale, la volatilità e la rarefazione dei *comparables* impongono ai valutatori (e dunque indirettamente agli istituti di credito) il superamento di ulteriori difficoltà.

L'illiquidità del mercato richiede, di fatto, il riferimento ad un sistema aggregato di valori che talvolta esula dalla abituale operatività del singolo valutatore, seppur esperto ed indipendente.

L'obiettivo deve essere, in fasi come questa, quello di dotarsi di tutti gli strumenti idonei ad accrescere il livello conoscitivo e, più in generale, di non differire le attività di controllo e verifica delle risultanze peritali. L'esigenza è quella di fondare operazioni di finanziamento su valutazioni preliminarmente inquadrare nell'ambito di un sistema di riferimenti puntuali affidabili, evitando un'adesione aprioristica per il solo fatto che rappresentino la risultante di attività di soggetti indipendenti.

Per il sistema bancario italiano si tratta, in buona sostanza, di cogliere l'opportunità insita nell'ottemperanza al dettato normativo, dotandosi finalmente di un'autonoma capacità di verifica e validazione interna. L'aggravio procedurale ed economico risulterebbe abbondantemente compensato dal miglioramento qualitativo delle strategie di monitoraggio, che beneficerebbero della sistematizzazione di un maggior numero di informazioni, nonché dalla maggiore consapevolezza nell'adozione delle scelte di finanziamento. Occorre, ancora una volta, sfruttare gli stimoli che scaturiscono da una fase di mercato marcatamente negativa per trasformare in occasioni di crescita le attuali difficoltà.

BIBLIOGRAFIA

- Agenzia del Territorio (2007), *Rapporto sui mutui ipotecari destinati all'acquisto di abitazioni 2004-2006*.
- Banca d'Italia, *Bollettino Statistico*, anni vari.
- BCE, *La cartolarizzazione nell'area dell'Euro*, Bollettino mensile.
- BCE (febbraio 2008), *Bollettino mensile*.
- European Securitisation Forum, *Securitisation Data Report*, anni vari.
- Il Sole 24 Ore, *Consulente Immobiliare*, anni vari.
- International Monetary Fund – IMF (2008), *"The changing housing cycle and the implications for monetary policy"* (estratto da) World Economic Outlook.
- Mutuonline, *Osservatorio sui mutui*, anni vari.
- Nomisma (2007), *Rapporto sulla condizione abitativa in Italia: fattori di disagio e strategie di intervento*, Ministero delle Infrastrutture.
- Nomisma (2008), *Il valore delle garanzie immobiliari – Basilea 2 tra vincolo e opportunità*, Agra Editrice.
- Nomisma (2008), *Rapporto sulla Finanza Immobiliare*.
- Nomisma, *Osservatorio sul Mercato Immobiliare*, anni vari.



Nomisma SpA
Strada Maggiore, 44
40125 Bologna
quaderniperleconomia@nomisma.it
www.nomisma.it