

Quaderni per l'economia

Nomisma

Quaderni per l'economia

Numero 3

6 marzo 2009

Giorgio De Rita

Luca Dondi dall'Orologio

Marco Marcatili

La centralità del credito nella crisi del settore immobiliare

Le dinamiche del mercato immobiliare sono specchio e chiave interpretativa dell'andamento più generale dei parametri macroeconomici, tanto nelle fasi espansive quanto (o forse soprattutto) in quelle recessive (in termini di volumi e di valori), come testimonia l'andamento più recente. Sul bene immobile si riflettono, infatti, strategie di medio lungo periodo mirate alla crescita del patrimonio, suggestioni di corto respiro (l'ansia di vendere per timore di un crollo dei prezzi), tentativi di definire una corretta allocazione degli investimenti e, più in generale, esigenze di protezione verso i rischi del futuro. Sulla crisi finanziaria, sulle sue cause e sulle possibili vie di uscita si è molto dibattuto. Minore attenzione, in qualche modo giustificata, sembra invece essere stata dedicata al ruolo che il sistema dell'offerta di credito svolge (o potrà svolgere) nel determinare le condizioni di ripresa del mercato.

E' indubbio, infatti, che sul lungo ed intenso ciclo di sviluppo immobiliare, che ha caratterizzato il periodo 1998-2007, abbia influito il miglioramento delle condizioni di accesso al credito, tanto per le famiglie quanto per gli operatori professionali. Innestandosi su fattori sia di carattere strutturale (il crescente desiderio di miglioramento della condizione abitativa o la cronica patologia del mercato delle locazioni), che congiunturale (l'avvento della moneta unica o lo scudo fiscale), la fluidità nelle concessioni di mutui ha, di fatto, stimolato e sostenuto la costante ascesa dei prezzi immobiliari. Si è trattato di un aspetto tanto innovativo da indurre le famiglie a spostare sempre più l'attenzione dalla redditività (reale o potenziale se paragonata ad un affitto) al valore del bene posseduto, nella convinzione che l'acquisto fosse giustificato dalla prospettiva di consistenti guadagni in tempi brevi.

Ma quali saranno gli effetti della crisi sul settore immobiliare? I valori potranno nel breve riprendere a correre? Il numero annuo di compravendite tornerà stabilmente sopra quota 800.000? In altri termini, ci sono le condizioni per un "ritorno al recente passato"? Per quanto le previsioni risultino, in genere, particolarmente complesse, non si scorgono, a tutt'oggi, elementi che autorizzino professioni di ottimismo. Si darà conto nel seguito delle ragioni che inducono alla prudenza.

Occorre, innanzitutto, sottolineare che sull'andamento del mercato immobiliare influiscono diversi fattori e pesano in misura significativa le specificità delle singole aree di investimento. Non risulta, dunque, agevole individuare i segnali di uscita dalla crisi e, soprattutto, le leve da attivare per favorire i processi virtuosi.

Guardando al passato è possibile rilevare come il lungo ciclo positivo dell'immobiliare sia stato fortemente condizionato dalla maggiore disponibilità di credito per le famiglie. I bassi tassi di interesse, associati alla migliore competizione tra banche, favorita dall'ingresso di nuovi operatori e



nuovi intermediari, sono solo alcuni dei fattori che hanno favorito la crescita del settore.

La consistente riduzione dei tassi di interesse potrebbe indurre a ritenere che, superata la fase acuta della crisi, si torni rapidamente ad una condizione di normalità espansiva. In particolare, la politica monetaria accomodante, liberando risorse per i consumi e sostenendo le famiglie indebitate per l'acquisto di una casa, favorirebbe una tenuta dei valori, grazie ad una maggiore propensione all'acquisto. Uno scenario di moderata crescita, una volta scontata la stabilizzazione al ribasso dei prossimi mesi, in cui le banche continueranno a far fronte alle molte richieste di sostituzione cercando di selezionare ulteriormente la clientela, seppur plausibile da un punto di vista puramente teorico, non pare sostenibile da quello pratico.

Le condizioni attuali sono, infatti, molto diverse rispetto a quelle di avvio dell'ascesa immobiliare. Mancano le favorevoli "congiunzioni astrali" di quegli anni (euro, scudo fiscale, dismissioni di case pubbliche), come molto diverse risultano le condizioni strutturali. In estrema sintesi, chi desiderava una casa, nella maggior parte dei casi, ha già provveduto ad acquistarla, anche a costo di notevoli sacrifici. Al proposito, il Governo presto comprenderà che il "tema della casa" deve essere affrontato attraverso una revisione del mercato dell'affitto e si prospetteranno alternative all'acquisto finalmente a canoni sostenibili. I grandi progetti di nuove costruzioni residenziali paiono, nell'immediato, destinati a subire un significativo allungamento dei tempi di realizzazione, frenati da un mercato saturo, in cui l'offerta di prodotto nuovo non può dirsi certo carente. I soli tassi d'interesse non bastano, quindi, a stimolare il mercato né, tantomeno, a far ipotizzare una ripresa dei valori.

Spetta, allora, alle banche studiare nuovi stimoli, guardare al mercato non come ad un serbatoio indistinto di nuovi clienti e nuove cartolarizzazioni, progettare e costruire strumenti di conoscenza dei rischi e delle opportunità del settore immobiliare. In buona sostanza, è necessario che il sistema creditizio rinsaldi il rapporto fiduciario con il cliente, basando la propria selettività su un'analisi tanto delle capacità del prenditore, quanto delle caratteristiche dei beni posti a garanzia. A tale scopo, non si può prescindere dall'investimento in strumenti informativi rivolti alla rete commerciale, nonché da una maggiore trasparenza delle transazioni immobiliari.

Il generalizzato "torpore" dell'offerta di credito, che oggi rappresenta uno strumento di autotutela, domani, facilmente, si rivelerà un difetto. E un difetto grave.

Si avverte, dunque, l'esigenza di un cambiamento di approccio in tempi brevi. Ma i segnali in tal senso paiono, al momento, tutt'altro che incoraggianti.



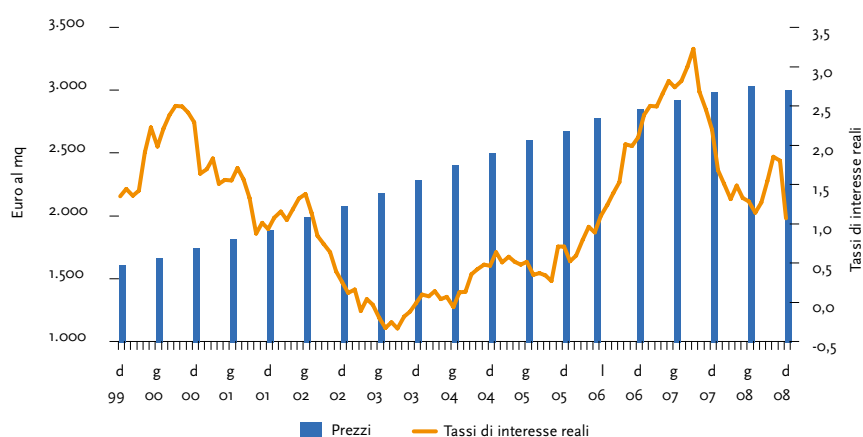
E' opinione diffusa che i bassi tassi di interesse reali, che hanno caratterizzato la fase successiva all'evento della moneta unica, abbiano contribuito ad alimentare la dinamica espansiva del mercato immobiliare.

L'incidenza sul PIL dei debiti delle famiglie per l'acquisto immobiliare

La politica monetaria fortemente espansiva, associata ad un'attenuazione della rigidità che da sempre contraddistingue il sistema creditizio italiano, ha infatti consentito l'accesso al credito ad un numero progressivamente più elevato di famiglie intenzionate a modificare la propria situazione abitativa. Nonostante il crescente utilizzo della leva finanziaria, l'indebitamento riconducibile al settore residenziale, in rapporto al PIL, nel nostro Paese risulta tuttora abbondantemente sottodimensionato rispetto alla maggior parte delle economie occidentali.

Sebbene nella pubblicistica nazionale e comunitaria l'Italia continui a risultare tra i Paesi europei meno indebitati, un pieno dimensionamento del fenomeno non può prescindere dalla valutazione di due componenti troppo spesso sottaciute: le cartolarizzazioni e il debito pubblico.

Figura 1. Evoluzione dei valori immobiliari e dei tassi di interesse reali



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Nomisma e BCE.

Le cartolarizzazioni dei mutui immobiliari entrano nel conto

Stando ai dati dello European Securitisation Forum, negli ultimi tre anni gli istituti di credito italiani hanno emulato – sia pure con modalità diverse e sulla base di una normativa più stringente – le banche anglosassoni nel trasformare pacchetti di mutui residenziali in mutui cartolarizzati (cosiddetti *Residential Mortgage Backed Securities*). Tale operazione, oltre a garantire alle banche un recupero di liquidità e un potenziale trasferimento di rischi accumulati in portafoglio, comporta una sostanziale modifica della contabilità relativa alle consistenze dei mutui. Il valore complessivo dei mutui cartolarizzati

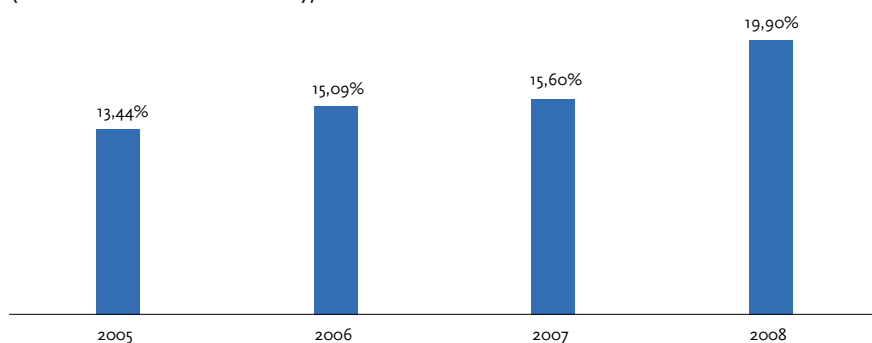


e i prestiti per l'acquisto di immobili raggiungono il 20% del PIL

da una società veicolo (*Special Purpose Vehicle*) e riacquistati successivamente dalla banca (*Originator*) non trova, infatti, riscontro in bilancio alla voce crediti verso clientela, ma risulta compreso tra le attività finanziarie da negoziare sul mercato o da detenere fino a scadenza. Anche nel computo totale del debito delle famiglie per l'acquisto di abitazioni, consistenze di mutui *tout court*, non si tiene solitamente conto di tale trasformazione.

Ecco che, allora, aggiungendo il valore cartolarizzato a quello rilevato nelle consistenze – proprio perché la cartolarizzazione rappresenta il valore dei prestiti immobiliari concessi per l'acquisto di abitazioni non incluso nelle consistenze – si può notare come il reale indebitamento delle famiglie italiane passi dal 13,4% del 2005 al 19,9% del 2008 (ossia 2,7 punti percentuali in più rispetto al dato recentemente diffuso dalla Banca Centrale europea).

Figura 2. Reale indebitamento delle famiglie italiane per l'acquisto di abitazioni in rapporto al Pil
(Consistenze + cartolarizzato)/PIL



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia e European Securitisation Forum.

da sommare, almeno, al debito pubblico

Nel confronto con le altre realtà europee, sarebbe inoltre opportuno non omettere di segnalare che se alla componente di debito privata (quella delle famiglie che accendono un mutuo ipotecario) si aggiungesse quella pubblica (vera anomalia strutturale del nostro sistema economico), l'Italia risulterebbe insieme alla Grecia uno dei Paesi più indebitati a livello europeo, con un rapporto tra debito complessivo e PIL pari a 124,9%.

Se, in epoche recenti, il basso costo dei mutui aveva rappresentato un formidabile propellente per il mercato immobiliare, alimentandone al contempo taluni eccessi, non devono stupire le aspettative di timido rilancio del settore che i robusti interventi sul tasso ufficiale di sconto alimentano.

La discesa dei tassi libera risorse per consumi ed investimenti ma i segnali al mercato restano deboli

Si tratta di tagli di proporzioni inusuali, che hanno portato in pochi mesi il tasso BCE dal 4,25% all'1,5%, realizzati nel tentativo di arginare una crisi di proporzioni abnormi, stimolando produzioni e consumi. Ad attenuare la portata degli interventi ha, tuttavia, contribuito un immediato innalzamento de-



Le banche aumentano gli spread per affrontare un innalzamento dei rischi o per recuperare margini su un mercato più cauto?

Il mercato immobiliare perde acquirenti potenziali

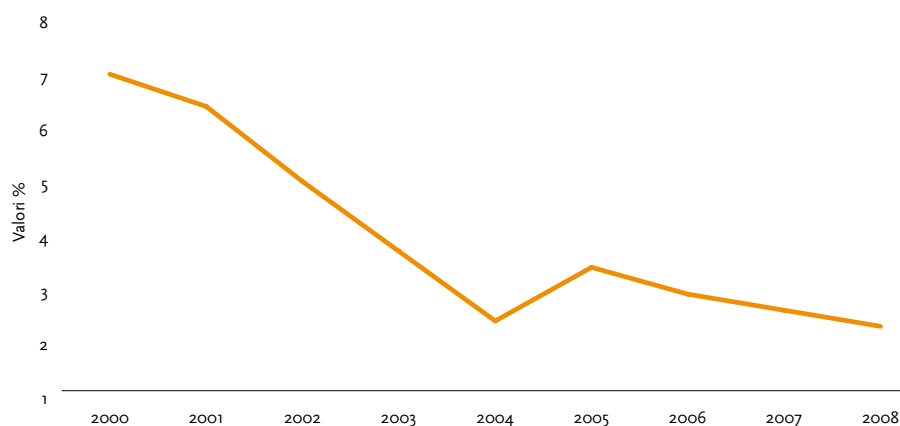
gli *spread* applicati dalle banche, solo in parte riconducibile ad un aumento della rischiosità percepita.

Sempre legittime da un punto di vista puramente teorico, le aspettative di rilancio non hanno ad oggi trovato riscontro nelle effettive dinamiche del settore. Si cercherà nel seguito di dare riscontro degli elementi che hanno fin qui impedito la trasmissione dell'impulso monetario, pregiudicando la possibilità di *soft landing* per il comparto immobiliare.

Sul versante della domanda, la recessione economica, associata alle aspettative di ridimensionamento dei valori del settore, ha indotto i potenziali acquirenti a differire le scelte di investimento. L'effetto è analogo a quello descritto da Keynes come trappola della liquidità, secondo cui la preferenza per la liquidità di consumatori e investitori determina l'inefficacia della politica economica espansiva a garantire la ripresa dei consumi e degli investimenti¹.

A conferma della minore propensione ad impieghi immobiliari, è possibile citare l'evidente flessione delle intenzioni di comprare un'abitazione, registrata negli ultimi anni.

Figura 3. Intenzioni di acquisto di un'abitazione nei 12 mesi successivi



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati ISAE.

Rischio reale o percezione di rischio?

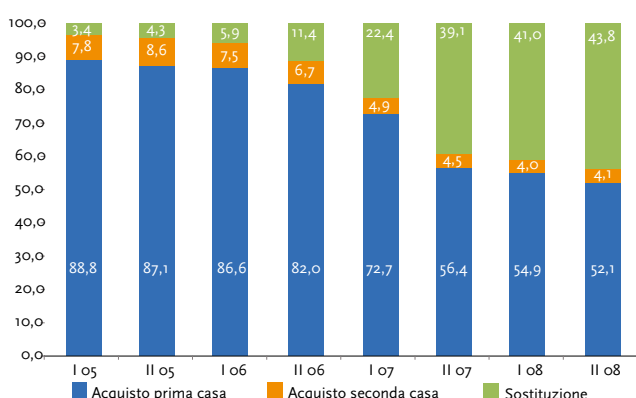
La rischiosità percepita e gli elevati costi di ingresso rappresentano, dunque, aspetti tali da imporre un atteggiamento attendista anche nei confronti di un impiego considerato tradizionalmente sicuro (non senza un'enfasi che l'ana-

¹ Tre sono i segnali anticipatori del verificarsi della trappola della liquidità: l'inefficacia di una politica di tassi di interesse contenuti per far ripartire i consumi e gli investimenti; il peggioramento da parte degli operatori economici delle aspettative sulle quotazioni immobiliari e la conseguente scelta delle famiglie e delle imprese di posticipare gli investimenti; la crescita dei depositi bancari presso la banca centrale a fronte della cautela nel far circolare il denaro e della scelta di non accollarsi ulteriori rischi, in considerazione di una dinamica settoriale fortemente deteriorata.



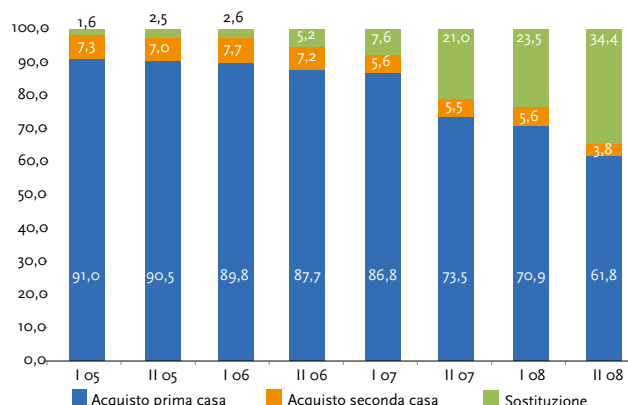
lisi dell'andamento nel tempo dei valori reali induce a ritenere eccessiva), come quello immobiliare. L'esame comparato delle richieste e degli effettivi impieghi di finanziamento, desumibile dalla grafica sotto riportata, consente tuttavia di definire un quadro più equilibrato della situazione del comparto.

Figura 4. Distribuzione richieste di mutuo per finalità



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Mutuonline.

Figura 5. Distribuzione mutui erogati per finalità



Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Mutuonline.

Il mercato risulta sempre più orientato a razionalizzare la spesa corrente e sempre meno a nuovi investimenti

Nelle banche domina la prudenza e si affaccia l'idea di valutare più e meglio il rischio immobiliare

Tralasciate le componenti di ristrutturazione e consolidamento, non significative ai fini dell'analisi, è possibile apprezzare il radicale mutamento dell'esigenza della domanda intervenuto nell'ultimo biennio, solo in parte attenuato dalle scelte allocative del settore bancario.

Pur non mancando segnali di una crescente ritrosia a supportare operazioni di acquisto immobiliare da parte del sistema creditizio italiano, i dati disponibili consentono di ipotizzare una drastica flessione della domanda.

Si tratta di una tendenza comune a tutti i principali Paesi europei, come è possibile rilevare dai risultati della recente indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema, in cui si registra che la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è rimasta su livelli fortemente negativi.

Il fenomeno, destinato a rientrare non appena verranno meno il clima di sfiducia e la diffusa aspettativa di una contrazione delle quotazioni immobiliari, nell'immediato contribuisce tuttavia ad alimentare la dinamica recessiva.

Sul versante dell'offerta si deve cogliere, come già accennato, la maggiore selettività con cui le banche gestiscono l'allocatione in campo immobiliare. Se dal punto di vista del finanziamento alle famiglie, il fenomeno sembra avere avuto effetti nel complesso contenuti (ancorché penalizzanti sia per i prestiti di qualità media che per quelli più rischiosi), sintetizzabili essenzialmente nella contrazione degli importi erogati in rapporto al valore degli immobili (*loan to value*) e della durata media dei finanziamenti, ben diverso pare essere



l'impatto prodotto sul sistema delle piccole e medie imprese, con conseguenze potenzialmente dirompenti sui livelli di attività complessivi.

CREDIT CRUNCH: GLI EFFETTI DI UNO SHOCK DELL'OFFERTA IMMOBILIARE SULLO SVILUPPO ECONOMICO

Se fino a pochi mesi fa il *credit crunch* rappresentava una preoccupazione limitata a taluni imprenditori inclini al pessimismo, ora anche le banche ammettono che l'operatività è significativamente diminuita e la stretta creditizia esiste davvero. Già il bollettino economico della BCE pubblicato nel novembre scorso segnalava un'intensificazione del fenomeno a partire dal terzo trimestre 2008, con un aumento sensibile della percentuale di banche che avevano drasticamente ridotto il supporto creditizio al sistema. E dopo le grandi aziende (con un valore delle operazioni da finanziare nell'ordine dei 100 milioni di euro e oltre), il razionamento del credito ha progressivamente interessato il sistema di piccole e medie imprese di tutti i comparti produttivi, tra cui quello delle nuove costruzioni residenziali.

Il quadro macroeconomico

	PIL CORRENTE (IN MILIONI DI EURO)	VARIAZIONE % PIL REALE	INVESTIMENTI TOTALI CORRENTI IN COSTRUZIONI (IN MILIONI DI EURO)	VARIAZIONI % INVESTIMENTI TOTALI CORRENTI	INVESTIMENTI TOTALI CORRENTI/ PIL CORRENTE (%)
2000	1.191.057	3,69	102.726	7,24	8,62
2001	1.248.648	1,82	109.729	6,82	8,79
2002	1.295.226	0,45	119.361	8,78	9,22
2003	1.335.354	-0,02	125.017	4,74	9,36
2004	1.391.530	1,53	132.816	6,24	9,54
2005	1.428.375	0,55	139.296	4,88	9,75
2006	1.479.981	1,84	145.618	4,54	9,84
2007	1.535.540	1,46	152.609	4,80	9,94
2008	1.572.243	-1,0*	153.458	0,56	9,75
2009	1.576.030	-2,10***	146.941**	-4,25**	9,32

* ISTAT ** ANCE *** FMI

Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie.

E' importante, a questo punto, circoscrivere il ruolo della stretta creditizia, distinguendo la natura dei fenomeni in atto. La diminuzione della domanda di credito deve essere, infatti, primariamente ascritta agli effetti del deterioramento delle prospettive economiche sulle scelte di consumo delle famiglie e sui fabbisogni finanziari delle imprese. In tale contesto, si deve tuttavia segnalare come le banche, anche quelle regionali, abbiano aumentato a dismisura la cautela nel concedere prestiti al sistema produttivo locale, che da sempre identifica nell'interlocutore finanziario l'unico canale per la gestione dei pagamenti, l'anticipazione dei crediti e, addirittura, il finanziamento dell'innovazione. La prudenza da parte del sistema bancario è riconducibile essenzialmente a due ragioni di fondo: in primo luogo le attività economiche comportano, in questa fase, un rischio endogeno di settore e di sistema tale da aumentare la rischiosità degli affidamenti bancari, in seconda istanza l'attività creditizia al mondo delle imprese non viene ancora ritenuta strategica. L'ultimo Osservatorio POE di CRIF e Nomisma conferma che, ad oggi, le banche non considerano alcun settore produttivo "affidabile" o di "interesse", mentre ben venti risultano i comparti da approcciare con indicazioni di "cautela". Ai nostri fini, è interessante segnalare come il



settore dell'edilizia evidenzia un peggioramento dell'indice di vulnerabilità finanziaria – intesa come capacità delle aziende di far fronte agli impegni di breve periodo con mezzi liquidabili entro l'anno – tale da indurre le banche a rivedere la politica creditizia nei confronti del settore, senza significative differenze tra imprese (piccole o grandi, profittevoli o meno).

Quali effetti sullo sviluppo economico complessivo è allora in grado di produrre un razionamento del credito al comparto residenziale? Senza avere la pretesa di dare risposte esaustive, si vuole unicamente segnalare il contributo che gli investimenti in nuove costruzioni garantiscono in maniera diretta alla crescita economica, rappresentando strutturalmente poco meno del 10% del PIL e circa la metà degli investimenti fissi lordi. Considerando anche il contributo delle attività immobiliari, il peso del settore sul PIL raggiunge il 18,66%. Nell'ultimo decennio la massima elasticità del PIL rispetto alla variazione degli investimenti in costruzioni è stata registrata negli anni 2000 e 2006, quando a fronte di un aumento di 1 euro in costruzioni edilizie si poteva riscontrare una crescita economica complessiva rispettivamente di 9,22 e 8,16 euro. In termini percentuali, sempre negli anni 2000 e 2006, una diminuzione dell'1% degli investimenti edili avrebbe significato un'erosione di circa lo 0,8% del Pil. Sebbene l'elasticità del comparto delle costruzioni si sia progressivamente ridotta negli ultimi due anni, in ragione del maggiore peso di nuovi settori produttivi (primi tra tutti quelli riconducibili all'ambiente e al terziario avanzato), l'impatto degli investimenti residenziali (che rappresentano circa la metà di quelli in costruzioni) sulla crescita del PIL risulta indiscutibilmente rilevante. Se da un lato si prefigura la necessità – più volte sottolineata dal Governatore di Banca d'Italia e dall'Ecofin – che le banche non interrompano il flusso di credito verso il comparto delle nuove costruzioni, è altresì evidente che, in un contesto di peggioramento delle prospettive e aumento della vulnerabilità finanziaria del sistema, ciò debba avvenire mediante un accurato processo di selezione delle imprese e dei progetti di sviluppo immobiliare meritevoli.

La prudenza può tradursi in contrazione anche dei valori immobiliari? I segnali non mancano

Il ridotto supporto garantito dal sistema creditizio ed una domanda di gran lunga più rarefatta rispetto al recente passato hanno comportato un pesante arretramento del mercato immobiliare italiano e creato i presupposti per uno sgonfiamento delle quotazioni. Si tratta di un fenomeno che ha progressivamente acquisito intensità nel corso del 2008, ma i cui prodromi, a ben guardare, potevano già essere apprezzati a partire dalla seconda parte dell'anno precedente.

Raddoppiano i mutui per sostituzione

I dati relativi al 2007, recentemente pubblicati dall'Agenzia del Territorio, mostrano, da un lato, la minore attività transattiva, dall'altro, l'erosione della componente ipotecaria. Come già segnalato nello studio *"Il valore delle garanzie immobiliari – Basilea 2 tra vincolo e opportunità"* (Nomisma 2008), la evidente trasformazione intervenuta nella composizione del finanziamento immobiliare non poteva non avere pesanti ricadute sui livelli di attività. La continua espansione del fenomeno delle sostituzioni, pur compensando in parte l'emorragia di nuove erogazioni, non è ovviamente in grado di garantire alcun sostegno al mercato della compravendita immobiliare.

Nel suo complesso il mercato vede ridursi di 6,6 miliardi di euro il flusso di credito verso il settore residenziale

Le nuove tendenze, delineatesi con chiarezza a partire dal 2007, hanno fatto registrare una drastica radicalizzazione nel corso dell'anno appena concluso, in cui si stima che la componente di sostituzione sia arrivata a superare i 9,4 miliardi di euro, con un incremento, rispetto all'anno precedente, di circa il 100%. Tale dinamica, associata ad una contrazione del capitale complessiva-



mente erogato per acquisto di abitazioni stimabile in 6,6 miliardi di euro (nei primi nove mesi dell'anno la flessione certificata da Banca d'Italia è risultata pari a 3,1 miliardi), consente di meglio definire l'entità del minore afflusso di credito al settore immobiliare. Non considerando la componente di finanziamenti senza contestuale iscrizione ipotecaria, a cui deve con tutta probabilità essere ricondotta la discrasia tra i dati di Banca d'Italia e Agenzia del Territorio, è possibile individuare in circa 38,3 miliardi di euro il capitale erogato alle famiglie per acquisto di abitazioni.

Tabella 1. Evoluzione del mercato del credito per l'acquisto di abitazioni nel periodo 2006-2008

	2006	2007	2008
Numero compravendite	851.994	815.204	684.909
Numero compravendite sostenute da ipoteca	408.969	370.141	310.981
Capitale erogato garantito da ipoteca (in milioni di euro)	52.184	47.453	38.285
Importo medio erogato (in euro)	127.598	128.204	123.111
Capitale erogato (in milioni di euro)	62.873	62.727	56.123
Importo componente sostituzione (in milioni di euro)	985	4.692	9.420
Prezzi di abitazioni nuove (in euro/mq)	2.248	2.332	2.425

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia, Agenzia del Territorio e Mutuonline.

Dopo un triennio di forte sostegno alle compravendite

nel 2008 i numeri rimandano al 1992, anno che in tutta Europa segna l'epilogo di una lunga fase espansiva

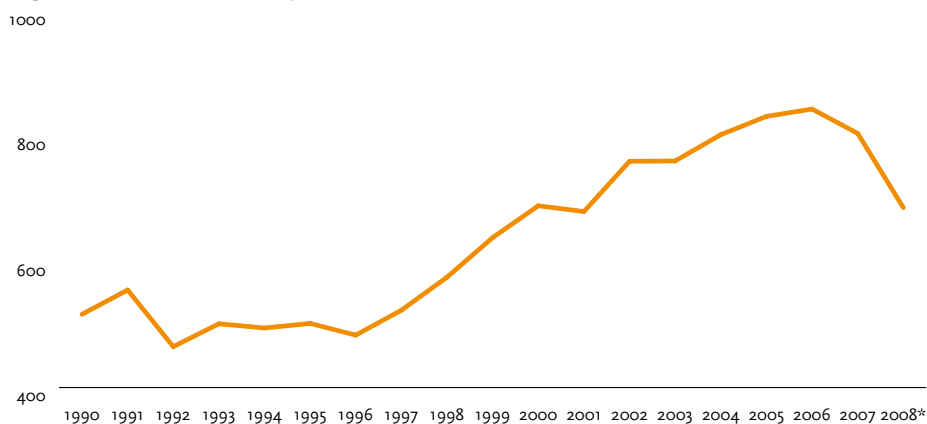
La flessione, rispetto al triennio 2005-2007, risulta eclatante, con inevitabili conseguenze sul numero di transazioni, solo in minima parte attenuate dalla contestuale flessione dell'importo medio erogato.

Ipotizzando prudenzialmente l'invarianza della quota di finanziato sul totale, è possibile stimare in circa 311 mila le compravendite residenziali garantite da ipoteca registrata presso gli uffici di pubblicità immobiliare, con una riduzione del 15,1% rispetto all'anno precedente. Alla luce di tale dinamica, è possibile calcolare in quasi 685 mila le compravendite residenziali realizzate nel 2008, che si riducono a 677.304, al netto delle transazioni derivanti dalle cartolarizzazioni operate dallo Stato e dagli Enti previdenziali mediante le società SCIP (tale precisazione si rende necessaria in quanto la disponibilità storica è limitata al dato che non prevede la componente cartolarizzata). Il tracollo è evidente e rimanda, per le proporzioni, all'analoga contrazione registrata nel 1992 (-16,3%), anno di avvio di una pesante fase recessiva protrattasi a lungo, specie nelle maggiori aree urbane.

A differenza, tuttavia, di quanto accaduto in passato, quando la riduzione generale dell'attività transattiva risultò un fenomeno temporalmente circoscritto, la tendenza riflessiva inaugurata nel 2007 non deve considerarsi esaurita con la flessione registrata nel 2008.



Figura 6. Numero di compravendite[^]



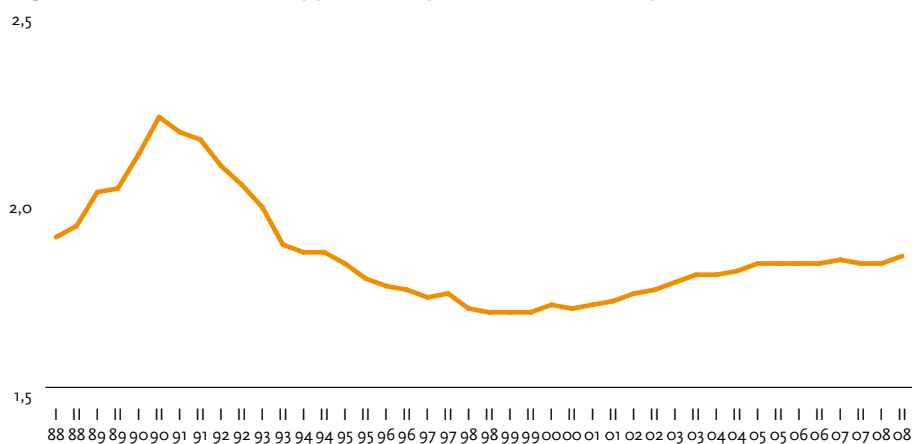
[^] Al netto delle transazioni delle società SCIP. * Previsioni

Fonte: Elaborazioni e stime Nomisma su dati Ministero dell'Interno e Agenzia del Territorio.

L'omogeneità della crescita dei prezzi sulla base del diverso scenario

Alla base dell'ulteriore riduzione attesa deve essere posta la lentezza con cui l'offerta si sta adeguando alle mutate condizioni di mercato e, in particolare, la perdurante rigidità dei prezzi. Si tratta di un fenomeno che deve essere posto in stretta relazione con le caratteristiche assunte dalla dinamica dei valori nella lunga fase ascendente dell'ultimo ciclo immobiliare. L'omogeneità territoriale della crescita, testimoniata dalla modesta inclinazione della curva che rappresenta il rapporto tra quotazioni centrali e periferiche, ha infatti indotto i più a ritenere definitivamente superato il meccanismo del *boom and bust* che aveva storicamente caratterizzato l'andamento del mercato immobiliare italiano.

Figura 7. Evoluzione del rapporto tra quotazioni centrali e periferiche di abitazioni nuove



Fonte: Nomisma



La capacità di resistere al graduale rialzo dei tassi di interesse

messa in crisi dall'improvvisa stretta creditizia scaturita dalla crisi

La sostanziale insensibilità di prezzi e quantità ai progressivi rialzi dei tassi di interesse che hanno caratterizzato il periodo 2004-2007, in un contesto di crescente finanziarizzazione del settore, sembrava, infatti, confermare la sostenibilità dei livelli di attività raggiunti.

La pesante recessione in atto scaturita dalla crisi finanziaria globale ha, tuttavia, drasticamente mutato il contesto di riferimento, riducendo in misura significativa la domanda potenziale. La stretta creditizia, associata alla diffusa aspettativa di parziale ripiegamento delle quotazioni, hanno di fatto creato un'evidente divaricazione tra le aspettative dell'offerta e le "nuove" disponibilità della domanda. Il perdurare di tale situazione di squilibrio, oltre ad avere effetti marcatamente negativi sui livelli di attività, espone al rischio di bruschi adeguamenti al ribasso delle quotazioni. La tendenza ribassista in atto, seppure ancora piuttosto contenuta, rappresenta dunque un elemento di salvaguardia del sistema, altrimenti esposto al rischio di un tracollo.

Se la flessione dei prezzi si configura come un passaggio imprescindibile per un ritorno di interesse verso il settore, non meno importante può dirsi la ricomposizione di una disponibilità creditizia analoga a quella che ha accompagnato la fase ascendente del mercato immobiliare. La selettività con cui, in questa fase, le banche gestiscono le erogazioni, finisce, infatti, per impedire la trasmissione al comparto (e all'economia in generale) degli stimoli derivanti da una politica monetaria mai, in epoca recente, così massicciamente espansiva.

Tabella 2 - Prezzi di abitazioni nuove

Variazioni semestrali e previsioni (%)

	I 08 - II 08	2009
Milano	-2,2	-6,5
Roma	-0,2	-8,0
Aree Urbane	-1,0	-7,0
Italia	1,2	-4,5

Fonte: Nomisma.

La discesa dei tassi se favorisce le famiglie che hanno mutui a tasso variabile

I rilevanti interventi sul tasso ufficiale di sconto, al di là degli indiscutibili vantaggi garantiti alle famiglie alle prese con debiti a tasso variabile, hanno avuto fin qui modesti effetti di stimolo all'attività immobiliare. In tale quadro, l'effettiva disponibilità di aiuti pubblici al sistema bancario, sotto forma di finanziamenti da restituire una volta superata la fase critica, ridurrebbe l'impatto del *credit crunch* a famiglie e imprese, che oggi agisce sotto traccia. E' di tutta evidenza che la concessione di un sostegno pubblico debba necessariamente comportare la contestuale previsione di strumenti che consentano di verifi-



*non sembra al momento
in grado di ridare slancio
al settore*

care l'effettivo trasferimento dei benefici alle varie componenti di domanda creditizia.

In ultima analisi, la tenuta del sistema immobiliare e, indirettamente, di quello economico pare essere strettamente connessa alla capacità di taluni fattori di garantire un significativo miglioramento dell'accessibilità al settore. Il rischio, tutt'altro che remoto, è che ciò non possa comunque prescindere da una sensibile riduzione delle quotazioni rispetto ai livelli attuali. L'uscita dalla crisi, che pare tutt'altro che prossima, non comporterà, comunque, l'immediato ritorno della domanda sui livelli che hanno caratterizzato gli anni più marcatamente espansivi del mercato immobiliare, quando la facilità di accesso al credito e l'errata convinzione che i valori fossero destinati perennemente a crescere avevano indotto molte famiglie a migliorare la propria condizione abitativa. La ricomposizione di un quadro macroeconomico positivo spingerà, almeno inizialmente, a privilegiare impieghi di importo unitario più contenuto, in attesa che si consolidi una prospettiva favorevole in un orizzonte, quantomeno, di medio periodo.



BIBLIOGRAFIA

Agenzia del Territorio (2007), *Rapporto sui mutui ipotecari destinati all'acquisto di abitazioni 2004-2006*.

Agenzia del Territorio (2007), *Rapporto sui mutui ipotecari destinati all'acquisto di abitazioni 2007*.

Banca d'Italia, *Bollettino Statistico*, anni vari.

Banca d'Italia (gennaio 2009), *Bollettino Economico*.

BCE (febbraio 2009), *Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area euro*, Bollettino mensile.

BCE (gennaio 2009), *Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'Euro*, Bollettino mensile.

BCE (novembre 2008), Bollettino mensile.

BCE (febbraio 2008), *La cartolarizzazione nell'area dell'Euro*, 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 (2008), *Gli effetti reali degli eccessi finanziari globali – La situazione del mercato immobiliare italiano e le ricadute sul sistema bancario*, Quaderni per l'Economia, Numero 1.

Nomisma – CRIF (dicembre 2008), *Osservatorio sulla Finanza per i Piccoli Operatori Economici*.



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