

Il puzzle dell'immobiliare mondiale

S. Costagli ☎ 06-47027054 – simona.costagli@bnlmail.com

La fase di ripresa del mercato immobiliare mondiale procede a fasi alterne: a fronte di riduzioni consistenti registrate negli Stati Uniti (-27,6% dal 2007 a oggi), in Irlanda (-45%), in Spagna (-15,2%) e nel Regno Unito (-8,7%), altri paesi (Australia, Svezia, Canada) presentano oggi una sopravvalutazione del mercato superiore a quella registrata negli Stati Uniti nel momento di massima espansione della bolla.

Gli Stati Uniti sono oggi il paese con la maggiore sottovalutazione del mercato immobiliare: -8 e -22% rispettivamente rispetto alla media di lungo periodo del rapporto prezzi/affitti e prezzi/reddito disponibile. Si tratta di valori comparabili solo a quelli tedeschi e giapponesi, due paesi rimasti estranei alla bolla degli anni Duemila. Il paese è oggi alle prese con un notevole aumento degli affitti che però stenta a far da traino alla ripresa degli acquisti.

In Cina il timore di un ulteriore gonfiamento della bolla immobiliare appare scongiurato. I prezzi hanno cominciato a scendere, sia pure lievemente, da settembre, registrando a novembre un -0,28%. Ben più rilevante si è rivelato nell'ultimo anno il calo delle compravendite, risultato pari a -50%. A raffreddare il mercato cinese ha contribuito anche il piano di edilizia popolare che prevede, per il 2015, la costruzione di 36 milioni di unità abitative, un ammontare in grado di ospitare l'intera popolazione di Polonia e Regno Unito insieme.

In Italia il rallentamento del mercato immobiliare è avvenuto soprattutto attraverso un forte calo delle compravendite, mentre i prezzi hanno mostrato una flessione contenuta. Nel II semestre di quest'anno i prezzi delle abitazioni, secondo stime Nomisma, sarebbero scesi dell'1,6%, dopo il -0,7% del primo semestre. Per le compravendite l'Istat registra nel secondo trimestre un calo del 3,1%.

In Italia è proprietario dell'abitazione di residenza il 69,2% delle famiglie. La percentuale sale nei casi di capofamiglia con età superiore ai 55 anni, laureato e impiegato nei servizi. Le percentuali di possesso maggiore si osservano nelle regioni del Centro.

La ripresa del mercato immobiliare mondiale procede a fasi alterne, e con un ritmo diverso in ogni paese, riflettendo le peculiarità del precedente periodo di boom, che ha rappresentato la fase più lunga di crescita dei prezzi da quando esistono rilevazioni omogenee, e ha coinvolto un numero di paesi senza precedenti.

Nei paesi dell'area euro il ciclo di crescita degli anni Duemila è durato in media 57 trimestri (46 di ascesa e 11 di discesa), contro i 41 del ciclo precedente (28 di crescita e 13 di discesa), mettendo a segno, secondo stime della BCE,¹ una variazione cumulata media dei prezzi del 46,8% (contro il 42,4% del ciclo precedente). Negli Stati Uniti l'ultimo ciclo immobiliare ha visto 47 mesi di ascesa, mentre non è ancora possibile quantificare la lunghezza della fase di discesa, non essendo questa ancora terminata.

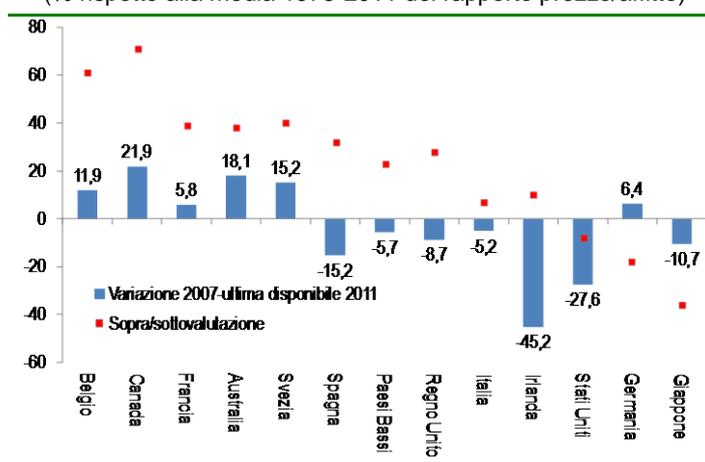
Il lungo periodo di aumento dei prezzi immobiliari, peraltro, è risultato molto più omogeneo e diffuso di quanto non sia stato il successivo sgonfiamento (partito in media nel 2007): negli Stati Uniti, ad esempio, da quella data a oggi i prezzi degli

¹ Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile*, novembre 2011.

immobili residenziali sono scesi del 27,6%, in Irlanda del 45%, in Spagna del 15,2%, nel Regno Unito dell'8,7%. Nello stesso periodo, tuttavia, in altri paesi si è assistito a una nuova fase di crescita vigorosa delle quotazioni: in Australia, Canada e Svezia gli aumenti sono stati rispettivamente del 18,1, 21,9 e 15,2%. Al di là delle semplici quotazioni, il quadro mondiale dipinto dai principali indicatori di sostenibilità e sopravvalutazione del mercato è complesso e variegato. La combinazione di due indici, uno relativo alla media di lungo periodo (1975-2011) del rapporto tra prezzo di acquisto e rendita (affitto), l'altro dato dal rapporto tra prezzo di acquisto e reddito disponibile, mostrano una sopravvalutazione ancora superiore al 25% per Australia, Belgio, Canada, Francia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Paesi Bassi, Spagna e Svezia. Secondo le elaborazioni dell'Economist, in particolare, i primi quattro paesi hanno oggi un livello di sopravvalutazione del mercato e un rapporto debito su reddito disponibile delle famiglie superiori a quanto si registrava negli Stati Uniti nel momento di massima espansione della bolla.

Sopra/sottovalutazione del mercato immobiliare in alcuni paesi

(% rispetto alla media 1975-2011 del rapporto prezzo/affitto)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Economist.

Gli Stati Uniti alla fine del sogno americano?

Gli Stati Uniti sono oggi il paese con la maggiore sottovalutazione del mercato immobiliare: i rapporti prezzi/affitti e prezzi/reddito disponibile presentano divari pari a -8 e -22% rispettivamente rispetto alla media di lungo periodo; si tratta di valori comparabili solo a quelli tedeschi e giapponesi, due paesi rimasti estranei al gonfiamento della bolla.

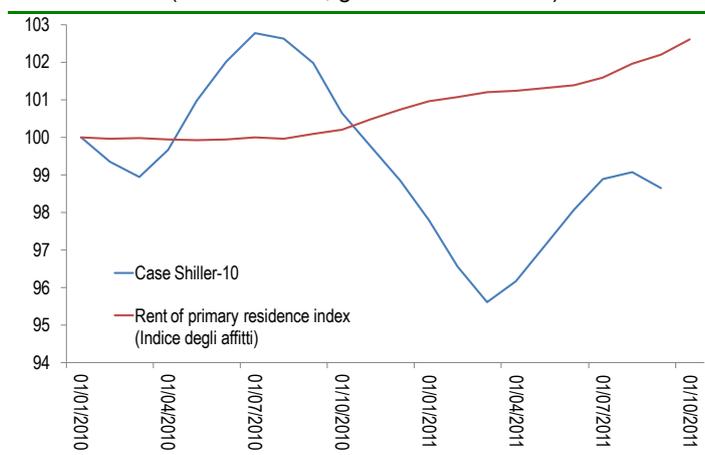
La crescita americana dopo le passate recessioni è sempre stata caratterizzata da una forte ripresa del settore delle costruzioni, cosa che non è avvenuta questa volta. Nei due anni successivi alla recessione dei primi anni Ottanta, ad esempio, gli investimenti in costruzioni residenziali erano cresciuti del 56%; oggi, dall'avvio della ripresa, sono scesi del 6,3%. Il boom del mercato immobiliare americano dei primi anni Duemila, accompagnato dai mutui a basso costo, ha modificato la struttura stessa del mercato, permettendone l'accesso a tutta una fascia di popolazione prima esclusa e portando il tasso di proprietà al valore più alto mai registrato (69% dei residenti proprietari). Nello stesso periodo la crescita del settore delle costruzioni, pur superiore alla media di lungo periodo, non è risultata elevata, soprattutto a causa del modesto andamento

della seconda parte degli anni Novanta. Lo scoppio della bolla, per contro, ha portato l'attività del settore su livelli mai registrati in precedenza: quest'anno si stima che il numero di nuove abitazioni costruite sarà il più basso mai registrato dal 1968, ossia da quando la rilevazione è disponibile. Relativamente ai prezzi, a settembre l'indice Case Shiller Composite riferito alla prime dieci città ha continuato a scendere, registrando l'undicesimo calo tendenziale consecutivo. Il valore dell'indice è ora del 31% inferiore rispetto al picco registrato nel giugno del 2006.

Nonostante questi dati negativi, tuttavia, alcuni segnali lasciano intravedere uno spiraglio di ripresa, anche se su sentieri diversi dai precedenti; soprattutto, sembra che il ruolo dell'abitazione di proprietà nel sogno americano sia destinato a ridimensionarsi. Negli ultimi anni il ritmo di crescita delle compravendite è infatti rimasto su livelli molto bassi, ma il numero delle case in vendita è diminuito in modo consistente, raggiungendo il valore minimo dal 2006. Per contro, il tasso delle case sfitte nel terzo trimestre è sceso al 9,8%, dall'11% del 2009. In alcune grandi città l'indice è sceso ulteriormente: a New York è risultato pari a 2,4%, mentre a San Francisco a 3,6%; ciò ha ovviamente comportato un aumento degli affitti, che ad ottobre, su base annua, sono cresciuti del 2,4% mettendo a segno il quattordicesimo aumento consecutivo dopo la lieve flessione dei mesi centrali del 2010 e confermando un trend opposto rispetto a quello dei prezzi di vendita. Posto pari a 100 il valore dei due indicatori a gennaio 2010, essi risultavano pari a 98,6 (Case Shiller) e 102,2 (indice degli affitti) a settembre 2011.

Prezzi degli immobili e affitti negli Stati Uniti

(Numeri indice, gennaio 2010 = 100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati BLS e Standard & Poor's.

Il rinnovato dinamismo del mercato degli affitti non ha fornito finora il traino alle compravendite che l'amministrazione Obama attende per potersi disfare delle oltre 200.000 abitazioni pignorate e ora in possesso delle due istituzioni nazionalizzate nel 2008 (Fannie Mae e Freddie Mac). A parte un lieve aumento della fiducia dei costruttori, la crescita degli affitti non ha determinato un aumento delle compravendite soprattutto per le condizioni ancora molto restrittive del credito. D'altro canto, lo scoppio della bolla immobiliare sembra aver determinato negli Stati Uniti la fine del sogno americano inteso come possesso dell'abitazione: secondo alcune indagini, anche coloro i quali ne avrebbero la possibilità preferiscono oggi non acquistare l'abitazione, privilegiando la flessibilità che l'affitto comporta, anche a causa delle

cattive condizioni del mercato del lavoro che rendono la disponibilità alla mobilità geografica un requisito in più.

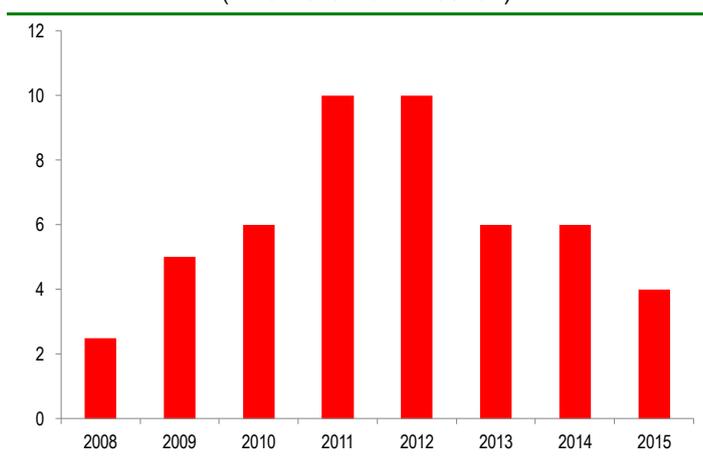
Secondo stime recenti (Goldman Sachs, dicembre 2011), il mercato immobiliare americano sconterà un'ulteriore discesa dei prezzi del 2-3%, per ricominciare a crescere solo nella seconda metà del 2012.

In Cina si sgonfia la bolla

Una nota a parte meritano alcuni paesi emergenti asiatici. A partire dal 2007 in molti di questi i prezzi hanno conosciuto incrementi notevoli: a Hong Kong le quotazioni sono salite del 77,2%, con una crescita del 17,5% nel solo ultimo anno; a Singapore sono aumentati del 33,8% (+8,5% nell'ultimo anno), in Cina del 22,5% (+3,3% è la crescita tendenziale rilevata nel III trimestre). L'attenzione verso il mercato cinese è dovuta all'ipotesi, avanzata nella prima parte dell'anno, che il mercato immobiliare stesse assumendo dimensioni tali da configurare una bolla prossima allo scoppio. Gli ultimi dati disponibili sembrano mitigare tale timore: secondo l'andamento del rapporto prezzi/affitti, le quotazioni del residenziale cinese sarebbero sopravvalutate solo del 10%. Nel paese asiatico, dove l'abitazione è considerata un bene privato solo da 17 anni, i prezzi hanno registrato una prima rilevante frenata la scorsa estate: ad agosto circa la metà delle 70 principali città ha registrato una variazione nulla dei prezzi rispetto al mese precedente, mentre questi hanno cominciato a scendere, sia pure lievemente, da settembre. Secondo la Banca centrale cinese, a novembre le quotazioni immobiliari hanno registrato una flessione pari a -0,28%. Il calo è risultato più brusco nelle principali città: a Shangai e Pechino, dove il prezzo al metro quadro ha ormai raggiunto da tempo livelli "occidentali" (oltre 2.000 euro al metro quadro), i prezzi a novembre hanno registrato la variazione più bassa degli ultimi 15 mesi. Ben più rilevante della diminuzione dei prezzi si è rivelata nell'ultimo anno quella delle compravendite, scese, secondo gli ultimi dati disponibili, di oltre il 50% rispetto a fine 2010.

Edilizia immobiliare in Cina

(milioni di unità immobiliari)



Fonte: Financial Times su dati China Index Academy.

A raffreddare il mercato cinese ha contribuito anche il piano di edilizia popolare avviato nel paese: secondo dichiarazioni ufficiali, a ottobre risultava avviata la costruzione del 98% delle 10 milioni di unità abitative previste; 1,2 milioni di queste sono state avviate

nel solo mese di settembre. Si tratta di un numero di abitazioni pari al doppio di quelle avviate negli Stati Uniti in tutto il 2010. Il piano prevede, entro il 2015, la costruzione di 36 milioni di unità abitative. Se in ognuna di queste potessero vivere tre persone, esse sarebbero in grado di ospitare l'intera popolazione di Polonia e Regno Unito insieme.

In Italia compravendite in calo

In Italia il rallentamento del mercato immobiliare è avvenuto soprattutto attraverso un forte calo delle compravendite, mentre i prezzi hanno conosciuto una flessione contenuta: dal 2007 a oggi la diminuzione è stata infatti inferiore al 6%, con un livello generale delle quotazioni che risulta solo di poco sopravvalutato (7%).

Nel II semestre di quest'anno i prezzi delle abitazioni, secondo stime Nomisma,² sarebbero scesi di un ulteriore 1,6%, dopo il -0,7% registrato nella prima parte dell'anno.³ A risultare in flessione sarebbero i prezzi residenziali di tutte le principali città, in particolare di Firenze (-3,8%), Bologna (-2,8%), Catania (-1,5%), Napoli (-1,4%) e Roma (-1,4%).⁴ Per il prossimo anno le stime appaiono leggermente più pessimiste di quanto non riportato nei mesi precedenti: le quotazioni registrerebbero ancora un calo, seppure inferiore all'unità, nel 2012 e nel 2013 (quest'ultimo peraltro prossimo allo zero), mentre ricomincerebbero a crescere nel 2014, sull'ordine dell'1%. Il prossimo anno tra le principali città sarebbero ancora Firenze e Bologna a registrare i maggiori cali, mentre a Roma tornerebbero a crescere lievemente (+0,2%).

A perdere terreno nel mercato immobiliare italiano, soprattutto nell'ultimo anno, più che i prezzi sono state le compravendite. Secondo l'Istat, che considera le sole compravendite di unità immobiliari contenute negli atti notarili, nel secondo trimestre del 2011 queste sono scese del 3,2% rispetto allo stesso periodo del 2010, attestandosi sulle 219.905 unità. La diminuzione ha riguardato tutte le ripartizioni geografiche, ad eccezione delle isole, dove si è registrato un aumento dell'8,2%. Il calo complessivo delle compravendite relative alle sole abitazioni (e relativi accessori), è risultato analogo a quello generale (-3,1%, a 205.030 unità), anche in questo caso nelle isole si è invece registrata una crescita (+7,6%). La flessione maggiore si è verificata nelle regioni del Sud (-8,4%), seguite da quelle del Nord-Est (-4,4%), Centro (-3,1%) e Nord-Ovest (-2,3%), dove continua a essere stipulato il maggior numero di compravendite di unità immobiliari (il 34% circa del totale).

Sempre secondo le rilevazioni Istat, e con riferimento alle sole convenzioni contenute negli atti notarili, nel II trimestre dell'anno risulta in calo anche il numero di mutui stipulati: per le sole unità immobiliari la flessione si attesta a -5,5% a/a (118.834 stipule). Anche in questo caso ad andare in controtendenza sono state le isole, in cui il numero risulta in aumento del 19,3% pur rappresentando appena il 9,6% del totale.

A questo stato di cose fa eco un aumento dei tempi medi di vendita che, secondo Nomisma, dal II semestre del 2001 è salito ininterrottamente, passando da 3,3 mesi medi a oltre sei nella seconda parte di quest'anno.

L'attenzione per il mercato immobiliare in Italia deriva dal ruolo che la proprietà ha nei bilanci delle famiglie. Secondo la Banca d'Italia⁵ nel 2008 (ultimo dato disponibile) risultavano proprietarie dell'abitazione di residenza il 69,2% delle famiglie italiane, una percentuale che sale fino al 72% nelle regioni del Centro. Relativamente alle caratteristiche del capofamiglia, si osservano le percentuali più elevate nei casi in cui

² Nomisma, "Quadro congiunturale del mercato immobiliare italiano", *III Rapporto 2011*, novembre.

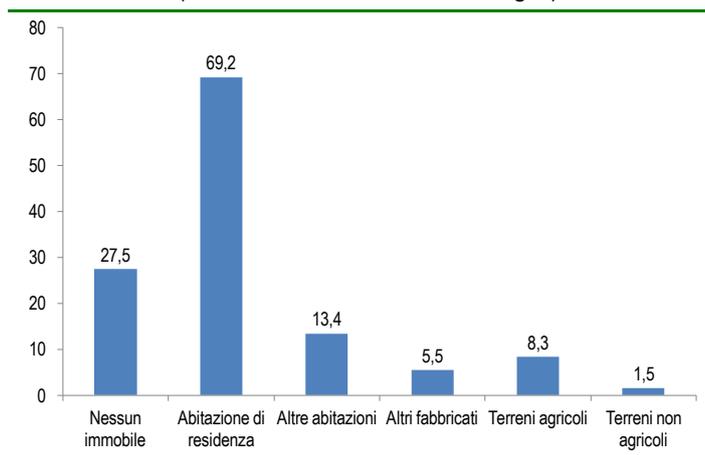
³ Valori a prezzi correnti.

⁴ Valori a prezzi costanti.

⁵ Banca d'Italia, "I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2008", *Supplemento al bollettino statistico*, febbraio 2010.

questo abbia oltre 55 anni (intorno al 78%, contro il 47% circa dei giovani con meno di 34 anni), un livello di istruzione elevato (tra le famiglie con capofamiglia laureato quasi 8 su 10 posseggono l'abitazione di residenza) e risulta impiegato nei servizi (75%). Per contro, tra chi non ha alcun titolo di studio solo 6 su 10 posseggono l'abitazione, mentre la percentuale crolla a 1,8% nel caso di famiglie con un capofamiglia con reddito nel percentile più basso della distribuzione. Infine, 27,5% delle famiglie italiane non risulta proprietaria di alcun immobile.

Immobili posseduti dalle famiglie italiane
(2008, in % del totale delle famiglie)



Fonte: Banca d'Italia.