

L'immobiliare dai segni incerti

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

Per il quinto anno consecutivo il mercato immobiliare mondiale continua a mandare segnali confusi. Dopo il calo generalizzato registrato nel 2007 le quotazioni hanno seguito trend diversi: in alcuni paesi hanno ripreso a crescere e oggi si trovano su livelli superiori a quelli del 2007, in altri sono rimasti piatti, mentre in alcuni continua la fase di discesa. Secondo le ultime rilevazioni, a fine 2011 le quotazioni risultavano in forte crescita in Canada, a Singapore, in Australia e a Hong Kong. La flessione maggiore si registra invece in Irlanda, (-17,4%), Spagna e Danimarca. L'Irlanda è anche il paese dove il calo dei prezzi dal 2007 è risultato più marcato (-48%).

La situazione appare particolarmente complessa negli Stati Uniti, dove l'indice Case Shiller 10 ha registrato variazioni annuali negative per tutto il 2011 e ha continuato a farlo a gennaio 2012; oggi l'indice presenta un valore simile a quello registrato a maggio 2003. Il mercato immobiliare americano è ancorato dalle circa 12 milioni di abitazioni che oggi hanno un valore inferiore a quello del mutuo ancora in essere.

In Italia il rallentamento del mercato immobiliare è visibile soprattutto dal lato delle compravendite. Secondo l'Agenzia del Territorio nel 2011 le unità abitative compravendute hanno registrato una flessione del 2,2% a/a arrivando a 598mila unità, un valore che non si vedeva dalla fine degli anni Novanta. Rispetto al picco rilevato nel 2006, in piena fase di boom del mercato, il numero delle compravendite è sceso di 271mila unità.

Meno marcata è risultata in Italia la flessione dei prezzi: dal 2007 a fine 2011 il calo complessivo è stato del 5% circa. Una lettura univoca dei dati italiani risulta complessa. Secondo l'indice elaborato dall'Economist, nel nostro paese i prezzi risulterebbero ancora sopravvalutati del 10%, il che lascerebbe immaginare un'ulteriore flessione delle quotazioni nel prossimo futuro. Nella stessa direzione vanno le indicazioni dell'indagine congiunturale condotta dalla Banca d'Italia che attribuiscono un'elevata probabilità all'ipotesi che nei prossimi due anni il mercato peggiori rispetto alle condizioni registrate a fine 2011.

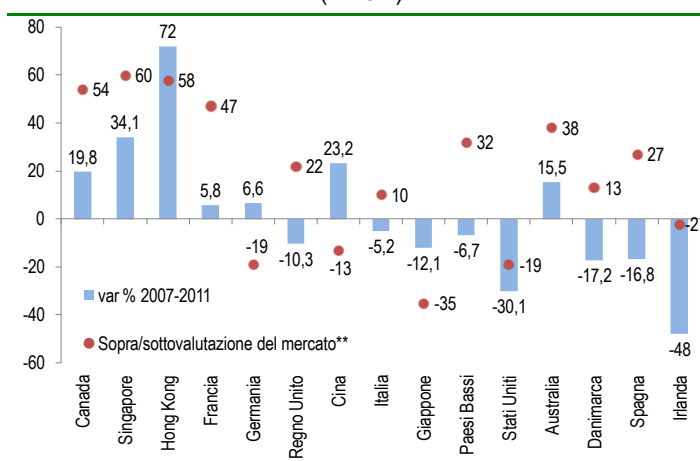
Dati contrastanti dall'immobiliare mondiale

Per il quinto anno consecutivo il mercato immobiliare mondiale continua a mandare segnali confusi, che non lasciano immaginare uno sviluppo preciso per il prossimo futuro. Dopo il calo generalizzato registrato nel 2007 le quotazioni hanno seguito trend diversi: in alcuni paesi hanno ripreso a crescere e oggi si trovano su livelli superiori a quelli del 2007, in altri sono rimasti piatti, mentre in alcuni continua la fase di discesa. L'andamento dei prezzi non sembra legato al livello di sopra-sottovalutazione del mercato misurato sia dal rapporto di lungo periodo tra prezzo di acquisto e affitto (che approssima il *price earning ratio* per gli immobili) sia dal rapporto tra prezzo e reddito. Secondo le rilevazioni pubblicate dall'Economist, a fine 2011 i prezzi risultavano in crescita nella metà dei paesi censiti (11 su 21), con picchi del 6,8% in Canada, e superiori al 5% a Singapore, in Australia e a Hong Kong. La flessione maggiore si registra invece in Irlanda, dove le quotazioni sono scese del 17,4%, in Spagna (-6,9%) e in Danimarca (-4,9%). L'Irlanda è anche il paese che registra la maggiore flessione dei prezzi dal 2007 (-48%), seguita dagli Stati Uniti (-30,1%), e dalla Danimarca (-17,2%). Nonostante i massicci cali i mercati di questi ultimi due paesi sono ancora

ampiamente sopravvalutati, come pure il mercato australiano, quello dei Paesi Bassi, ma soprattutto quello canadese, di Singapore e Hong Kong, quello francese e belga. Sul fronte opposto si trovano gli Stati Uniti, dove i prezzi risultano oggi del 19% inferiori al loro "fair value", la Cina (dove nonostante i timori recenti di una bolla immobiliare i prezzi risultano sottovalutati del 13%), il Giappone (paese rimasto completamente estraneo alla fase di ascesa del 1997-2007) in cui i prezzi continuano a scendere (-3,2% nel 2011 e -12,1% tra il 2007 e il 2011) e la Germania.

Variazione dei prezzi 2007-2011 e sopra/sottovalutazione del mercato*

(milioni)



* Confronto con l'andamento di lungo periodo dei rapporti prezzo/ affitto e prezzo/reddito.

** (+) sopravvalutazione; (-) sottovalutazione.

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Economist.

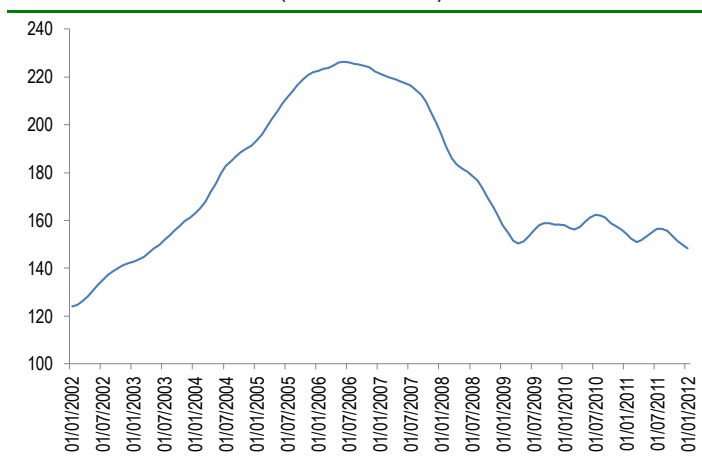
La situazione appare particolarmente complessa negli Stati Uniti, dove l'indice Case Shiller 10 ha registrato variazioni annuali negative per tutto il 2011 e ha continuato a farlo a gennaio 2012; oggi l'indice presenta un valore simile a quello registrato a maggio 2003, quasi nove anni fa. Se insieme ai prezzi delle abitazioni si considera anche l'inflazione, ai nove anni se ne aggiungono altri due: vale a dire che il valore delle abitazioni è tornato indietro all'inizio del 2001. In termini monetari ciò significa che le famiglie americane proprietarie di abitazione hanno perso nel complesso 9,2 trilioni di dollari in cinque anni.

Il mercato immobiliare americano del resto è ancora frenato dalle circa 12 milioni di abitazioni (il 20% di quelle con un mutuo) rimaste "sotto il livello dell'acqua" con un valore cioè inferiore a quello del mutuo ancora in essere. Secondo uno studio McKinsey, proprio per questo il 35% circa dei fallimenti dichiarati sui mutui delle famiglie sarebbe frutto di una deliberata scelta da parte dei proprietari di liberarsi del debito e delle proprie abitazioni; stime della Fed indicano inoltre come circa un quarto delle casa in vendita nel quarto trimestre del 2011 fosse di proprietà dei creditori.

Le sorti dell'immobiliare americano sono tra i principali fattori di interesse nella campagna presidenziale americana. Di recente l'amministrazione Obama ha annunciato una proposta legislativa che prevede un ampio accesso alla ristrutturazione dei mutui indipendentemente dal fatto che essi siano stati erogati dalle agenzie

governative o no. La proposta dovrebbe riguardare circa 5 milioni di prestiti, e nelle intenzioni dei relatori portare a un risparmio di circa 10 miliardi di dollari in interessi sui mutui. Secondo le stime presentate la misura si tradurrebbe in un aumento dei prezzi degli immobili dell'ordine dello 0,5-1% nel 2014. Tuttavia è oggi altamente improbabile che la misura venga approvata dal Congresso nella sua attuale configurazione.

Andamento dell'indice Case Shiller-10 sui prezzi delle abitazioni negli USA
(numero indice)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream.

A prescindere dall'evoluzione a breve del mercato immobiliare negli USA ciò che appare più evidente è che nel prossimo futuro esso non rappresenterà più uno stimolo alla spesa per consumi. Tra il 2003 e il 2007 le famiglie americane erano state in grado di "estrarre" dalle loro abitazioni una cifra prossima ai 2,2 trilioni di dollari sotto forma di rifinanziamenti, in gran parte poi utilizzati per consumi finali. Senza questo stimolo la spesa per consumi sarebbe cresciuta a un ritmo ben inferiore, pari a circa il 2% annuo, esattamente quello registrato nella seconda parte del 2011. In un recente intervento il presidente della Fed Bernanke ha sottolineato come le difficoltà delle famiglie americane legate all'andamento del settore immobiliare si siano tradotte in circa 300 miliardi di dollari annui di minori consumi.

L'idea ormai prevalente è che in assenza di un tale stimolo proveniente dall'immobiliare l'andamento dei consumi delle famiglie americane risulterà molto più contenuto che in passato determinando uno strutturale rallentamento della crescita.

Le difficoltà che il mercato immobiliare negli Stati Uniti ancora attraversa sono testimoniate anche dal forte calo nella costruzione di nuove abitazioni: dal 2009 l'avvio delle nuove abitazioni monofamiliari è stato in media inferiore alle 500.000 unità l'anno, contro una media di 1 milione di unità registrato nei 14 anni precedenti.

In Europa è soprattutto la Spagna il paese che condivide con gli Stati Uniti il fardello rappresentato dalle abitazioni pignorate e rimesse sul mercato. Secondo un recente rapporto dell'agenzia di rating Fitch vi sarebbero oggi nel paese oltre un milione di abitazioni invendute che includono sia nuove costruzioni, sia le abitazioni pignorate dalle banche. Queste ultime in media vengono vendute a un prezzo pari a circa la metà del valore registrato alla data della stipula del mutuo e contribuiscono a deprimere ulteriormente un mercato che dal picco del primo trimestre del 2008 a marzo 2012 ha

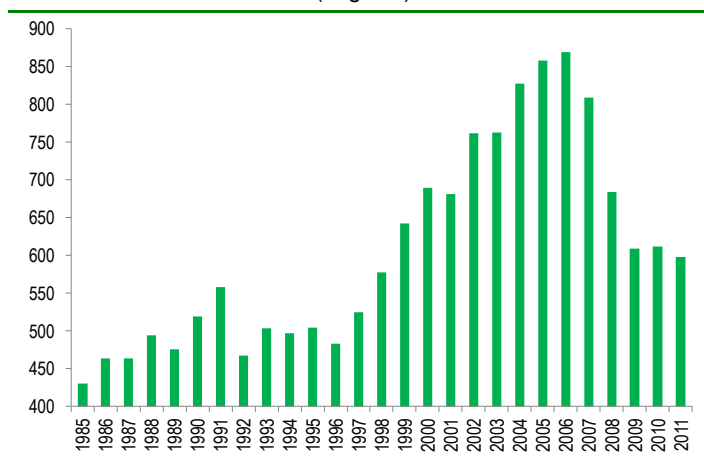
registrato un calo delle quotazioni del 22%. Tale flessione non sembra peraltro destinata a esaurirsi nel breve termine, visto che secondo l'indice Economist il mercato risulta ancora sopravvalutato del 27% circa e soprattutto se si guarda al ritmo delle compravendite, scese a 25mila al mese da un picco di oltre 100.000 nel 2006.

Interessante è infine la posizione della Germania. Il paese, rimasto completamente estraneo alla fase di crescita dei prezzi del 1997-2007, ha registrato da allora un aumento delle quotazioni immobiliari. Nel 2011, secondo quanto rilevato dal BulwienGesa AG su 125 città e riportato dalla Bundesbank i prezzi sono aumentati del 5,5% su base annua, dopo il +2,5% registrato nel 2010. I prezzi rilevati attraverso altri indicatori mostrano un incremento meno accentuato, tuttavia l'elemento più importante è che dal 1990, all'indomani dell'unificazione, è la prima volta che una fase ascendente del ciclo economico del paese è accompagnata da una ripresa dei prezzi delle abitazioni. L'aumento della domanda immobiliare, alimentata anche dal buon andamento del mercato del lavoro, ha stimolato anche l'offerta: nel 2011 infatti gli investimenti in costruzioni residenziali sono cresciuti del 6% in termini reali, mentre i permessi per nuove costruzioni sono saliti di un quinto rispetto al 2010.

In Italia calo limitato dei prezzi e crollo delle compravendite

Il mercato immobiliare italiano rispetto a quello degli altri paesi europei ha registrato un andamento anomalo. A differenza della Spagna, Irlanda e Regno Unito, dove i prezzi sono scesi bruscamente all'indomani dello scoppio della bolla, e della Francia, dove invece hanno ripreso a crescere (+5,8% dal 2007) dopo un primo periodo di flessione, nel nostro paese, a una iniziale lieve flessione ha fatto seguito un trend lievemente discendente che non accenna a cambiare di segno e che mostra segnali di maggiore criticità soprattutto se si guarda alle compravendite.

Numero delle compravendite di unità abitative in Italia
(migliaia)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Agenzia del Territorio.

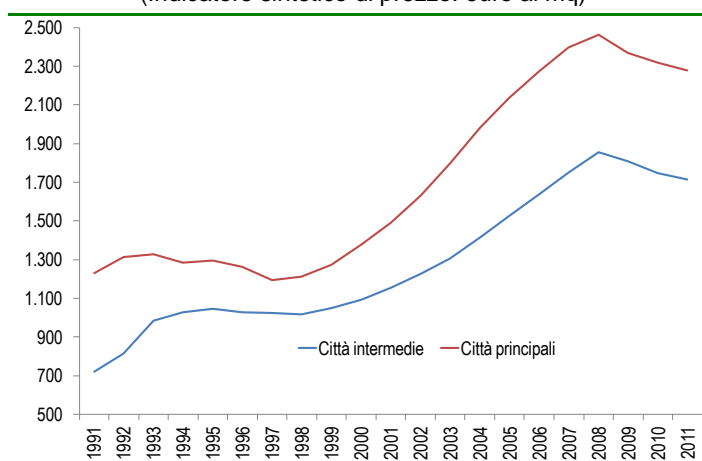
Secondo l'Agenzia del Territorio nel 2011 il numero delle compravendite di unità abitative ha registrato un calo del 2,2% a/a arrivando a 598mila unità, un valore così

basso di acquisizioni e vendite in Italia non si vedeva dalla fine degli anni Novanta. Nel complesso, rispetto al picco rilevato nel 2006, in piena fase di boom del mercato, il numero delle compravendite è sceso del 31,2% (-271mila unità, pari a quasi tutto l'aumento registrato tra il 1998 e il 2006). La flessione ha riguardato sia i comuni capoluogo (-0,4% in media), sia soprattutto quelli minori (-3,1%) e in particolare quelli delle regioni centrali e del Sud. Al contrario, nelle otto maggiori città italiane il trend è risultato inverso: su base annuale la variazione risulta positiva (+2,4% in media), con un picco registrato a Torino (+6,9% a/a), a Firenze (+6% a/a) e a Genova (+2%). A Roma il numero di compravendite è salito dell'1,4% a/a, confermando un trend positivo che, ad eccezione del II trimestre del 2011, risulta positivo dall'inizio del 2009.

Relativamente ai prezzi, le serie Nomisma indicano per il 2011 una flessione generalizzata, sia per le città intermedie (-1,8%) sia per le 13 principali aree urbane (-1,7%). Nel complesso, in entrambi i casi l'indicatore sintetico di prezzo si posiziona su un valore simile a quello registrato tra il 2006 e il 2007. A conferma di un rallentamento del mercato vi sono poi indicatori come lo sconto medio applicato sul prezzo di vendita, che secondo Nomisma soprattutto nei mercati intermedi ha superato il 12%, e i tempi medi di vendita, arrivati quasi a sette mesi.

Andamento dei prezzi delle abitazioni in Italia

(Indicatore sintetico di prezzo: euro al mq)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Nomisma.

Flessione di prezzi e soprattutto delle compravendite immobiliari fanno da contorno a una più marcata contrazione dei livelli produttivi nel settore delle costruzioni, soprattutto nel comparto dell'edilizia residenziale. Secondo l'Ance nel 2011 gli investimenti in nuove costruzioni residenziali sono scesi del 7,5% in termini reali rispetto al 2010, mentre le previsioni indicano un'ulteriore flessione del 6% circa per l'anno in corso. Se quest'ultima dovesse rivelarsi corretta, il livello degli investimenti in nuove abitazioni tra il 2008 e il 2012 si sarebbe ridotto del 40% circa in termini reali. La forte caduta dei livelli produttivi si legge anche dai dati sui nuovi permessi di costruzione, in calo costantemente dal 2006.

Nel complesso, una lettura univoca dei dati italiani risulta complessa. Secondo l'indice elaborato dall'Economist, nel nostro paese i prezzi risulterebbero sopravvalutati del 10% circa, il che lascerebbe immaginare un'ulteriore flessione delle quotazioni nel prossimo futuro. D'altro canto le indicazioni che vengono dall'indagine congiunturale

condotta dalla Banca d'Italia attribuiscono un'elevata probabilità all'ipotesi che nei prossimi due anni il mercato peggiori rispetto alle condizioni registrate a fine 2011.