



UNIVERSITÀ
LUM

Jean Monnet

V RAPPORTO SULLA FINANZA IMMOBILIARE 2012

Abstract

Il Rapporto è stato realizzato grazie al contributo di:



ROMA, 20 GIUGNO 2012



PRESIDENTE

Pietro Modiano

VICE PRESIDENTE

Luciano Sita

DIRETTORE

Piera Magnatti

CONSIGLIERI

Antonio Calabrò

Bruno Calzia

Maurizio Carfagna

Carlo Cimbri

Luciano Colombini

Emanuele Degennaro

Luca Lucaroni

Enzo Mignarri

Rodolfo Ortolani

Giovanni Pecci

Juan Enrique Perez Calot

Giordano Villa

Nomisma Società di Studi Economici SpA

Strada Maggiore, 44

Bologna, Italy

Tel. +39 (051) 6483-301

Fax +39 (051) 223441

nomosmi@nomisma.it

www.nomisma.it

PRESIDENTE

Emanuele Degennaro

VICE PRESIDENTE

Giacoma Viterbi Degennaro

CONSIGLIERI

Oreste Addonizio

Michele Samuele Borgia

Gaetano Brattoli

Candida Bussoli

Massimo Cassano

Maria Cristina Colavecchio

Anna Degennaro

Davide Degennaro

Rocco D'Orazio

Antonello Garzoni

Felice Gnagnarella

Roberto Martino

Università LUM "Jean Monnet"

SS 100, Km 18,00

70010 Casamassima (BA)

Tel. +39 (080) 6978111

www.lum.it

Team di progetto

Gianluigi Chiaro, Agnese Cirinnà, Sergio De Nardis, Luca Dondi dall'Orologio, Matteo Govoni, Johnny Marzalletti, Marco Marcatili, Elena Molignoni, Chiara Pelizzoni, Mario Pelucchi, Maura Perillo, Chiara Zaccaria.

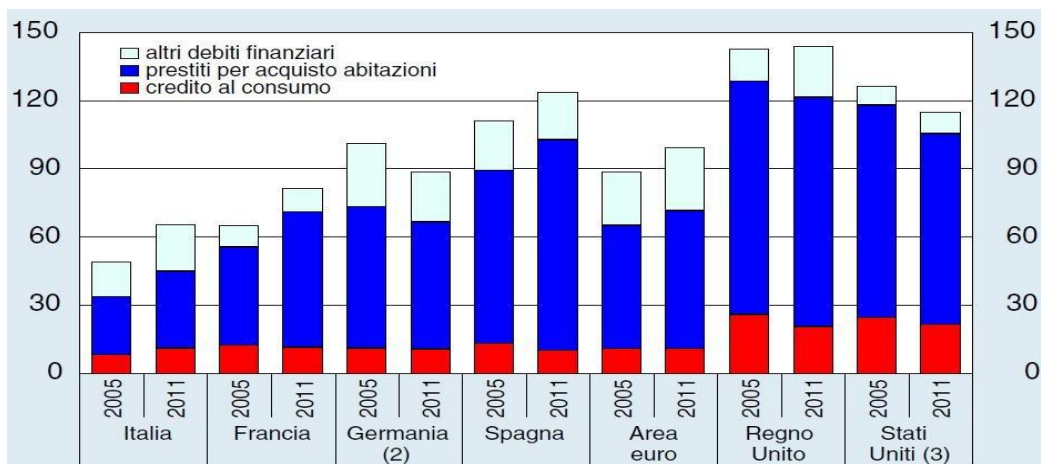
Claudio Giannotti (Università LUM), Antonello Scorcu e Giuseppe Torluccio (Università di Bologna).

EXECUTIVE SUMMARY

In una fase di continuo deterioramento delle condizioni economiche e di perdurante crisi del settore immobiliare, il drastico ridimensionamento della componente finanziaria ad esso collegata appare un esito quasi ineluttabile. Senza voler riproporre l'ormai annoso dibattito sui meccanismi immobiliari finanziari che, ancora nel 2008, hanno determinato l'innesco della crisi e portato alla definizione dell'attuale quadro, si vuole in questa sede dare conto dello sgonfiamento di taluni fenomeni che avevano accompagnato, quando non addirittura favorito, l'esuberanza del mercato immobiliare, cercando al contempo di individuare eventuali elementi di fragilità già insiti nel meccanismo di crescita.

L'indiscutibile ruolo delle tendenze globali nell'orientamento degli andamenti nazionali non deve, infatti, impedire una valutazione delle peculiarità che le dinamiche hanno assunto a livello territoriale, allo scopo di cogliere criticità *country-specific*. A tal proposito, se non vi sono dubbi che l'ingente disponibilità di credito nello scorso decennio debba essere posta alla base della prolungata crescita del mercato immobiliare continentale, è altrettanto evidente che l'entità e la qualità dell'attivazione vadano poste in relazione alle caratteristiche del singolo contesto domestico. Il modesto livello di finanziarizzazione del mercato italiano e, più in generale, la ridotta esposizione privata (quantomeno con riferimento al settore immobiliare) non rappresentano, di per sé, fattori di salvaguardia dall'inefficienza allocativa.

Figura 1 – **Debiti finanziari delle famiglie (in % del reddito disponibile)**



Fonte: Banca d'Italia

Non sorprende, dunque, se anche in Italia incagli e sofferenze costituiscano oggi il motivo principale alla base della diffidenza con cui il settore bancario considera gli impieghi immobiliari. Si tratta del lascito, solo in parte già evidente nelle statistiche ufficiali, di una stagione in cui l'interesse per il comparto era tale da giustificare un significativo innalzamento dei livelli medi di *loan to value* e di incidenza della rata sul reddito familiare o d'impresa. La diffusa convinzione che la componente creditizia avesse strutturalmente innalzato la soglia di sostenibilità dei valori immobiliari ha portato ad una sottovalutazione del deterioramento del quadro macroeconomico e del rischio sistemico di un'inversione ciclica.

In tale contesto l'inefficienza del mercato coattivo, associata all'esiguità della dimensione del mercato *corporate*, contribuiscono ad accrescere l'illiquidità degli *asset* nella disponibilità delle banche, impedendo l'azione di quei meccanismi di efficientamento che altrove consentono di raggiungere posizioni di equilibrio in tempi decisamente più contenuti.

Sebbene la lunghezza delle procedure legali in caso di *default* dovesse costituire un argine all'innalzamento dei livelli di *loan to value* (e conseguentemente di durata), anche in Italia a metà dello scorso decennio si è assistito ad una significativa riduzione delle quote di capitale proprio necessarie per accedere al mercato immobiliare, con conseguente incremento di rischiosità degli impieghi.

Figura 2 – Vulnerabilità delle famiglie indebitate

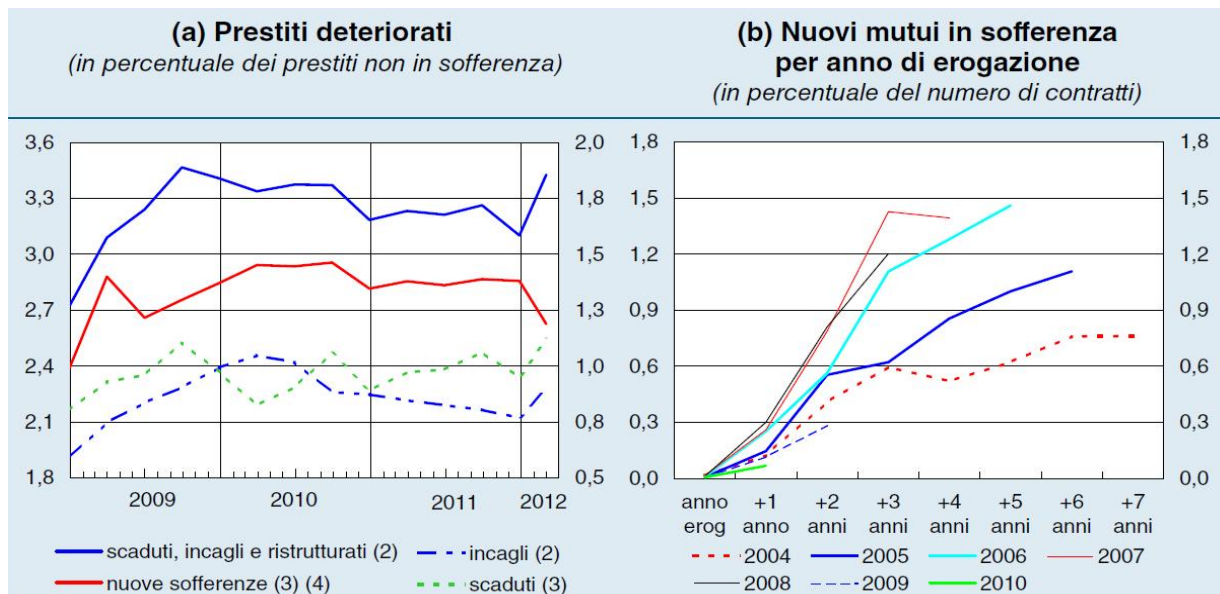
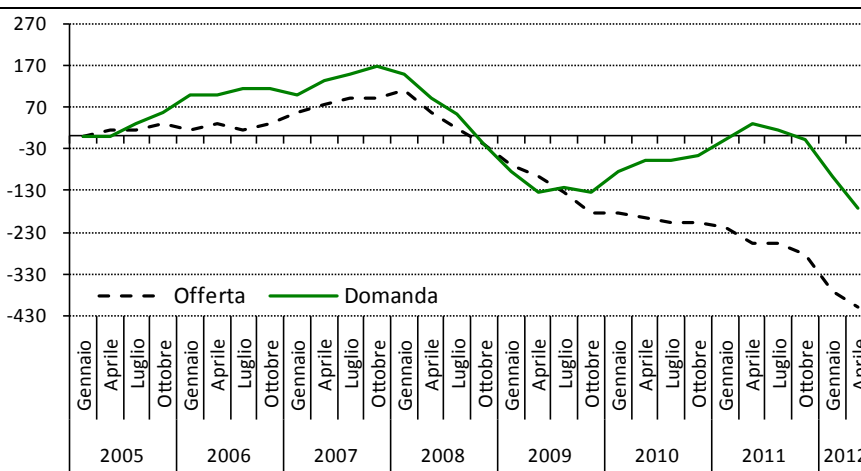


Figura 3 – Percezione degli istituti di credito sulla domanda e offerta di mutui (saldo cumulato delle risposte di aumento e di diminuzione; 2005 = 0)



Non sorprende, dunque, la maggiore vulnerabilità delle famiglie indebitate in quegli anni, come si può apprezzare dalla figura 2, mentre la flessione dei nuovi ingressi in sofferenza, registrata nei primi mesi del 2012, rappresenta con ogni probabilità l'effetto degli irrisori livelli dei tassi base e, soprattutto, delle azioni di salvaguardia della clientela messe in campo dalle banche. L'imminente scadenza delle moratorie, alla luce dei dati diffusi da Banca d'Italia secondo cui oltre un terzo delle famiglie che si sono avvalse di strumenti di tutela non ha ripreso a pagare regolarmente una volta esaurita la sospensione, lascia presagire nuove brusche cadute, solo in parte anticipate dall'aumento rilevato di ritardi di pagamento (scaduti) e temporanee difficoltà di rimborso (incagli). I dati sulla vulnerabilità sopra richiamati consentono una corretta collocazione temporale delle politiche di maggiore selettività da parte delle banche. A differenza di quello che si sarebbe portati a pensare osservando il drastico calo della domanda dei mutui registrato nell'ultimo anno, il razionamento del credito è in atto da almeno un triennio e deve essere solo in parte ricondotto al marcato aumento dei margini scaturito dall'impennata degli *spread*. Come rileva Banca d'Italia, "dal 2008 al 2011 il numero dei nuovi mutui

concessi è diminuito in media del 9% all'anno", penalizzando maggiormente i mutuatari più giovani e quelli extracomunitari. Il diverso contributo della componente di surroga e sostituzione registrato nel periodo ha accreditato letture distorte di inalterato sostegno, peraltro smentite dagli stessi istituti nell'ambito della Bank Landing Survey.

Una coerente rappresentazione dei fenomeni risulta fondamentale non soltanto per dare conto delle dinamiche pregresse, ma per la definizione dei futuri scenari. Dall'analisi congiunta di erogazioni e quote di mutui per acquisto emerge un contingentamento ormai consolidato che non lascia spazio ad ottimismo per i prossimi mesi. Se, da una parte, gli obiettivi di redditività e il superamento delle scadenze imposte dall'EBA dovrebbero indurre un allentamento della selettività, dall'altra agiscono forze di contenimento rappresentate da scaduti, incagli e sofferenze e, più in generale, da una percezione di rischiosità del settore.

La situazione della qualità del credito risulta di gran lunga peggiore allargando lo sguardo alle imprese, per cui il tasso di ingresso in sofferenza ha ormai raggiunto il 3%. Complessivamente, le posizioni deteriorate rappresentano l'11,2% del totale dei crediti, con un tasso di copertura, dato dal rapporto tra rettifiche e ammontare lordo delle esposizioni, sceso al 55,7%. Per ritornare sui livelli pre-crisi, Banca d'Italia stima siano necessari ulteriori accantonamenti per oltre 6,6 miliardi di euro relativamente alle sole sofferenze, che diventano quasi 12 se il riferimento fosse rappresentato dal totale dei crediti deteriorati.

L'impossibilità di smaltimento delle "scorte" non *performing* rappresenta, dunque, il fardello che costringerà il sistema bancario ad adottare strategie finalizzate all'ampliamento della domanda potenziale che, almeno per la componente *retail*, come risulta evidente dall'indagine sulle famiglie, andrà comunque sostenuta. Alla base dell'attuale *impasse* non deve, dunque, unicamente porsi un'errata previsione delle dinamiche immobiliari, ma la capacità delle garanzie di assolvere le proprie funzioni in caso di *shock* economici prolungati. L'improvvisa consapevolezza della farraginosità dell'iter di escussione e dell'illiquidità del sottostante sono le conseguenze di un approccio che non prevedeva la possibilità di scenari alternativi. Gli indubbi miglioramenti dal punto di vista della standardizzazione dei processi valutativi, seppure il livello complessivo di trasparenza e di piena confrontabilità delle risultanze appaia ancora inadeguato, non hanno comunque portato alla formulazione di ipotesi di smobilizzo in condizioni avverse. Una logica di focalizzazione sul singolo *asset* che, seppure formalmente ineccepibile ai fini della definizione del valore, non considera la dimensione complessiva dei fenomeni, in relazione alle caratteristiche di strutturale inefficienza e, limitatamente al settore *corporate*, di esiguità dimensionale del mercato.

Alla luce del quadro fin qui delineato, appare improbabile un ritorno di liquidità verso il settore senza un contestuale piano di rientro su parte degli impieghi pregressi e una conseguente ridefinizione del valore reale delle garanzie ad essi collegati. La drastica flessione delle erogazioni registrata nel primo trimestre del 2012, attestatesi a 6,8 miliardi di Euro (con un calo del 50% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente), si inserisce, radicalizzandola, in una tendenza avviata nel 2009, che la contestuale crescita della componente di sostituzione aveva contribuito a celare.

Tavola 1 – Tipologie di mutui erogati e loro dinamica nel periodo 2008-2012

| | 2008 | | 2009 | | 2010 | | 2011 | | I sem 2012 ^(*) | |
|---------------------------|------------------------|-------|---------------|-------|---------------|-------|---------------|-------|---------------------------|-----------------|
| | ml € | Quota | ml € | Quota | ml € | Quota | ml € | Quota | ml € | Quota |
| Erogazioni Totali | 56.980 | 100% | 51.047 | 100% | 55.851 | 100% | 49.248 | 100% | 14.537 | 100,0 |
| di cui: | | | | | | | | | | |
| nuovi mutui | 45.584 | 80,0% | 35.733 | 70,0% | 35.745 | 64,0% | 34.831 | 70,7% | 12.502 | 86,0% |
| surroghe e sostituzioni | 11.396 | 20,0% | 15.314 | 30,0% | 20.106 | 36,0% | 14.417 | 29,3% | 2.035 | 14,0% |
| | Variazione media annua | | | | | | | | | Var. media sem. |
| <i>Erogazioni Totali</i> | | | -10,4% | | 9,4% | | -11,8% | | -47,6% | |
| di cui: | | | | | | | | | | |
| - nuovi mutui | | | -21,6% | | 0,0% | | -2,6% | | - | |
| - surroghe e sostituzioni | | | 34,4% | | 31,3% | | -28,3% | | - | |

(*) Previsioni Nomisma.

Fonte: stime Nomisma su dati Banca d'Italia, Mutuonline e Assofin

Altrettanto rilevante, ancorché leggermente inferiore (-45,4%), si stima possa essere l'arretramento del secondo trimestre, con un dato a consuntivo che si attesterà poco sotto i 7,8 miliardi di euro. Per trovare volumi nominali così contenuti si deve tornare al 2003, mentre in termini reali e al netto di surroghe e sostituzioni i livelli attuali sono analoghi a quelli decisamente esigui del 2000-2001.

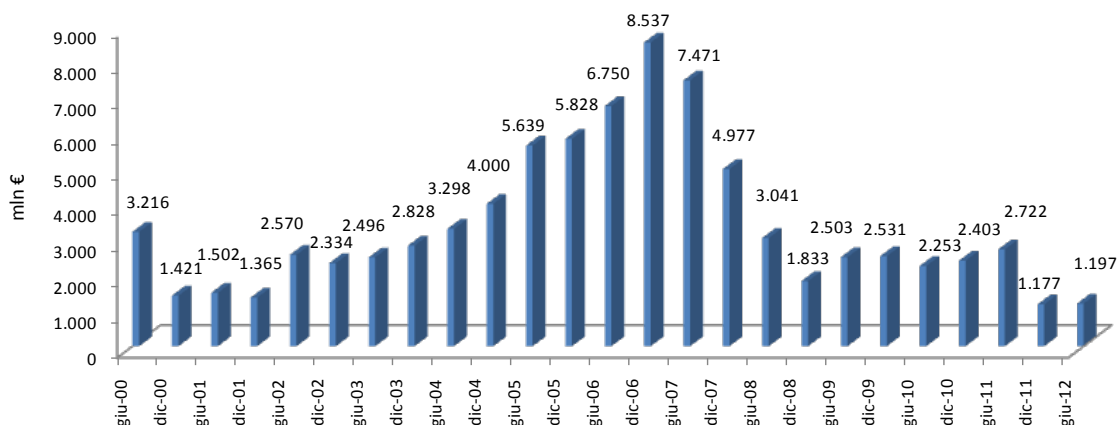
L'impatto di tali dinamiche sul settore immobiliare risulta necessariamente recessivo, con flessioni delle compravendite residenziali quantificabili nel semestre nell'ordine del 15-20%. La stretta dipendenza dell'ingente domanda potenziale dalla disponibilità creditizia, rilevata dall'indagine famiglie, induce, per stessa consapevole ammissione degli interessati, la possibilità di effettiva attivazione.

Il ripristino di condizioni ordinate nel mercato del credito rappresenta, in ultima analisi, un passaggio imprescindibile per le prospettive del settore immobiliare e dell'economia. Una volta consolidati i timidi segnali di miglioramento delle condizioni di liquidità, non è, tuttavia, lecito attendersi il riproporsi di un modello di crescita basato soprattutto sull'espansione creditizia. Al proposito, il Governatore di Banca d'Italia, Ignazio Visco, nell'ultima Relazione annuale è stato netto: "al di là del breve termine, la tensione tra il livello degli impieghi e la stabilità della provvista finirà inevitabilmente per riflettersi sull'attività di intermediazione. La capacità di offerta dei sistemi bancari va ripensata. Allo stesso tempo, la revisione della normativa sul capitale, l'azione di supervisione e le pratiche di mercato spingono le banche verso un più attento controllo dei rischi". La previsione di una regolamentazione più stringente, in grado di evitare un eccessivo ricorso alla leva finanziaria, dimostratasi fonte di instabilità, archivia una fase in cui le imprese (come le famiglie) sopperivano agli esigui livelli di patrimonializzazione con il massiccio ricorso al sistema bancario. Il contingentamento del credito impone necessariamente di battere la via del mercato, comportando uno sforzo di trasparenza e pianificazione delle strategie aziendali, considerati gli attuali standard, tutt'altro che banale. Solo un ampliamento del bacino degli investitori, soprattutto esteri, consentirà di evitare un arretramento che altrimenti appare inevitabile. Si tratta di una strada in salita, se si considera la Borsa come paradigma del grado di apertura di un mercato: la capitalizzazione italiana si attesta poco oltre il 20% del PIL, a fronte del 37% della Germania, del 55% della Francia e del 140% della Gran Bretagna. A ciò si aggiunga la desolante tendenza recente che ha visto appena 5 IPO nell'ultimo triennio. Non si può dare non essere d'accordo con il presidente di Consob, Giuseppe Vegas, quando sostiene che "bisogna operare per spingere le imprese verso il mercato" e per farlo occorre rimuovere gli ostacoli rappresentati da "le dimensioni troppo piccole di molte imprese, la riluttanza all'apertura degli assetti proprietari e alla trasparenza informativa, la predominanza del finanziamento bancario, i costi del processo di quotazione". Vegas individua nella revisione del Testo Unico della finanza e del codice civile lo strumento per "allineare il sistema nazionale a quello dei principali Paesi europei, eliminando oneri che gravano sulle quotate senza garantire in cambio particolari tutele per gli investitori". La rimozione di vincoli normativi rappresenterebbe, senza dubbio, un impulso all'ampliamento della base partecipativa delle imprese, in un quadro in cui gli ostacoli principali paiono, tuttavia, di natura prevalentemente culturale e organizzativa. L'esperienza del comparto immobiliare è in tal senso emblematica. Al di là delle criticità congiunturali recenti, il settore presenta, ormai storicamente, una compagine di rara inconsistenza, nonostante l'annosa ricerca di soluzioni che garantiscano l'innalzamento delle soglie dimensionali, l'apertura del capitale ad investitori nazionali ed esteri, unitamente all'attenuazione della dipendenza dal settore bancario. L'introduzione nel 2006 anche nel nostro Paese delle società di investimento immobiliare quotate (SIIQ), sulla scorta dell'esperienza francese, sembrava avere finalmente creato anche in Italia le condizioni per la diffusione di *property company* di dimensioni continentali. L'esito è stato ben altro, con il settore che in Borsa si mantiene su livelli di capitalizzazione irrisori, non certo unicamente imputabili a difficoltà contingenti.

Le ragioni della modesta diffusione (sono solo due le SIIQ attivate in oltre un quinquennio) vanno ricercate solo in parte nell'articolato normativo che, pur ponendo vincoli severi per l'ottenimento dello status in rapporto alla struttura delle società immobiliari italiane, era stato pressoché unanimemente ritenuto un'opportunità di crescita per il settore. In tale quadro, la legittima richiesta di correttivi, quali la revisione del meccanismo di *entry tax* (necessaria in un mercato fortemente illiquido come l'attuale) e l'attenuazione dei vincoli stringenti sulla composizione dei ricavi, non deve far perdere di vista i limitati effetti che un approccio unicamente normativo all'ampliamento del mercato è in grado di garantire. Per colmare stabilmente il divario che separa l'Italia dagli altri Paesi europei sul fronte degli investimenti immobiliari *corporate* occorrerebbe, da una parte, superare i retaggi culturali che impediscono la definizione di assetti societari compatibili con il raggiungimento dell'obiettivo, dall'altra, promuovere prassi operative e di comunicazione che rendano il mercato maggiormente omogeneo e trasparente. Se sul primo aspetto non è lecito attendersi significativi passi avanti,

quantomeno in tempi brevi, sul secondo è auspicabile uno sforzo che vada oltre il formale rispetto delle prescrizioni normative. È sui temi della trasparenza e dell'effettiva omologazione a standard internazionali che l'industria immobiliare è chiamata a compiere ulteriori passi avanti per evitare che l'attuale *impasse* congiunturale si trasformi in inadeguatezza strutturale. Lo spettro di un mercato troppo piccolo per i fondi e per le annunciate dismissioni pubbliche, solo per citare i temi oggi più rilevanti, impone un'accelerazione che consenta di travolgere inerzie e opportunistiche difese dell'assetto attuale.

Figura 4 - La capitalizzazione di Borsa delle società immobiliari quotate (milioni di euro)



Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Datastream

FAMIGLIE ITALIANE AT A GLANCE 2012

| Caratteristiche | | si | no | Classe d'età modale | Tipologia | Rispetto al 2011 (Var. min) | Sentiment generale (0=min, 10=max) | Intenzione acquisto casa (%) | Intenzione accendere mutuo (%) | Tipologia |
|-----------------|----------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---------------------|-----------------|-----------------------------|------------------------------------|------------------------------|--------------------------------|--------------|
| 1 | "Risparmiano" | | <input checked="" type="checkbox"/> | 45-54 | RESILIENTI | ↑↑ +5,0 | 2,9 | 10,0 | 7,4 | Vulnerabili |
| | "Hanno la casa in proprietà" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| | "Detengono strumenti finanziari" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| 2 | "Risparmiano" | | <input checked="" type="checkbox"/> | 45-54 | ILLIQUIDI | ↓ -0,7 | 2,6 | 6,0 | 5,2 | Sfiduciati |
| | "Hanno la casa in proprietà" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| | "Detengono strumenti finanziari" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| 3 | "Risparmiano" | | <input checked="" type="checkbox"/> | 45-54 | EQUIPAGGIATI | ↓↓ -1,9 | 4,2 | 21,4 | 15,8 | Sicuri |
| | "Hanno la casa in proprietà" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| | "Detengono strumenti finanziari" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| 4 | "Risparmiano" | | <input checked="" type="checkbox"/> | 35-44 | TRADIZIONALISTI | ↓ -1,2 | 4,3 | 29,9 | 28,0 | Parsimoniosi |
| | "Hanno la casa in proprietà" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| | "Detengono strumenti finanziari" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| 5 | "Risparmiano" | | <input checked="" type="checkbox"/> | 45-54 | EQUILIBRISTI | ↓ -0,5 | 2,0 | 4,9 | 4,2 | Logori |
| | "Hanno la casa in proprietà" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| | "Detengono strumenti finanziari" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| 6 | "Risparmiano" | | <input checked="" type="checkbox"/> | 55-64 | CASSETTISTI | ↑ +0,6 | 4,6 | 39,6 | 37,7 | Fiduciosi |
| | "Hanno la casa in proprietà" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| | "Detengono strumenti finanziari" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| 7 | "Risparmiano" | | <input checked="" type="checkbox"/> | 55-64 | ANOMALI | ↑ +0,4 | 2,9 | 14,7 | 9,7 | Scettici |
| | "Hanno la casa in proprietà" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| | "Detengono strumenti finanziari" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| 8 | "Risparmiano" | | <input checked="" type="checkbox"/> | 35-44 | LIQUIDI | ↓ -0,4 | 3,3 | 20,3 | 16,2 | Prudenti |
| | "Hanno la casa in proprietà" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |
| | "Detengono strumenti finanziari" | <input checked="" type="checkbox"/> | | | | | | | | |

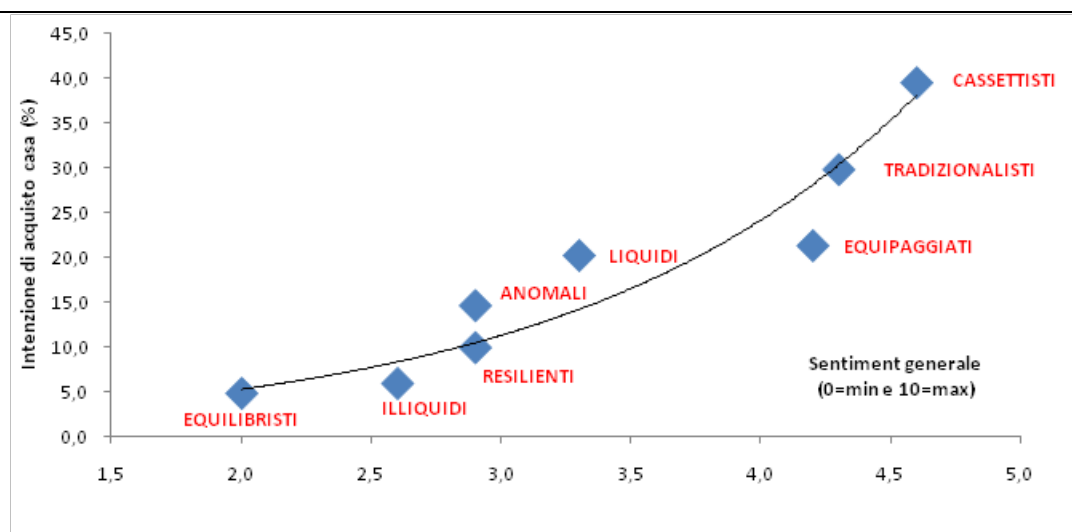
Nota: dalla classificazione rimangono escluse 2,1 milioni di famiglie italiane che equivalgono a 1,7 milioni che vivono in abitazioni ad uso gratuito e 0,4 milioni che non hanno risposto.

Fonte: Nomisma, Indagine 2012

Un'analisi della situazione finanziaria delle famiglie può essere effettuata rappresentando i differenti profili in termini di capacità di generare risparmio, di presenza dell'abitazione in proprietà e di detenzione di strumenti finanziari.

Tali componenti risultano legate a differenti espressioni sia sulle aspettative future sia sulle proprie scelte intenzionali. In particolare, le famiglie che riflettono una capacità di risparmio (equipaggiati, tradizionalisti, cassetisti, liquidi) hanno mediamente una migliore visione delle prospettive future a prescindere dalla proprietà dell'abitazione e dalla detenzione di strumenti finanziari. Per simmetria, le famiglie che non hanno capacità di risparmio (resilienti, illiquidi, equilibrati e anomali) sono maggiormente esposte alla crescente incertezza e mostrano una più elevata preoccupazione per il futuro. Non sono, quindi, intenzionate all'acquisto di una abitazione, probabilmente anche per un'accresciuta consapevolezza di non poter accedere al circuito creditizio.

Figura 5 – *Sentiment* generale delle famiglie e intenzioni di acquisto dell'abitazione



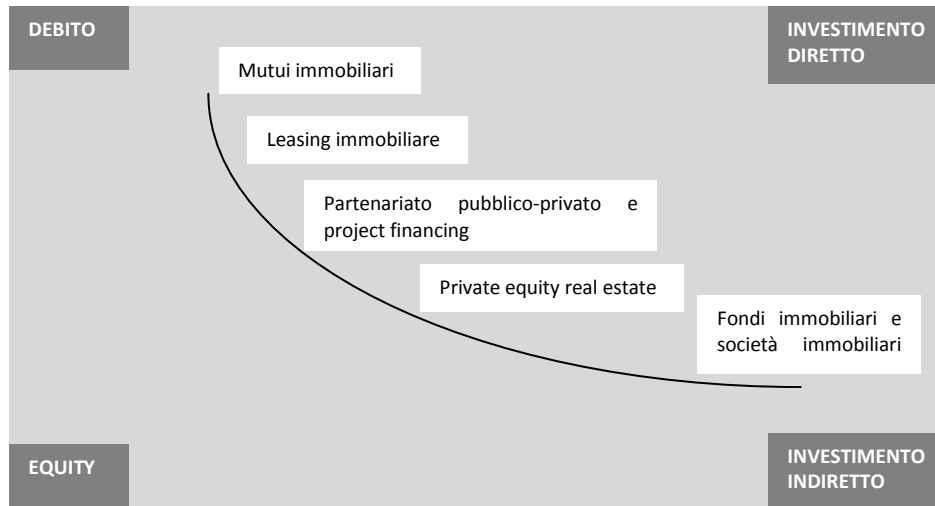
Fonte: Nomisma, Indagine 2012

L'acquisto della casa rientra, soprattutto, nelle intenzioni dei cassetisti (il gruppo di famiglie più ottimiste), che ancora non dispongono di un'abitazione e, al contempo, trovano limitata soddisfazione negli strumenti finanziari (d'altronde, in Italia, la ricchezza immobiliare ha dimostrato una sostanziale capacità di tenuta almeno teorica dei valori). Difficile stabilire se tale domanda potenziale sia l'esito di una scelta di necessità o di investimento, ma è possibile sottolineare come, in una cultura radicata e orientata al mattone, nell'acquisto di un'abitazione si tenda ancora a sottolineare gli andamenti ciclici e i rischi di mercato (liquidità). La finalità di investimento è, comunque, riscontrabile in modo non equivoco nei tradizionalisti, che pur disponendo già di un'abitazione e di capacità di risparmio, sono interessati all'investimento diretto nel settore immobiliare.

In modo prevedibile, la capacità di risparmio rappresenta un prerequisito per poter pensare all'acquisto della casa. In una dinamica di maggiore dipendenza da mutuo per l'acquisto di abitazioni emerge la consapevolezza delle famiglie di poter contare su rapporti *loan to value* comunque più penalizzanti rispetto al passato.

In modo meno intuitivo si può, invece, notare come la proprietà della casa di residenza, che caratterizza oltre i due terzi delle famiglie italiane, non rappresenti più un universale punto di ancoraggio nella "società dell'incertezza" e non risulti più necessariamente legata ad un *sentiment* generale migliore, forse anche alla luce delle recenti imposte sul patrimonio immobiliare. L'indagine si conferma, dunque, il deterioramento della condizione finanziaria delle famiglie, nonché un graduale mutamento di preferenza nella detenzione della ricchezza: l'insicurezza associata al tema casa e la sostanziale diffidenza verso gli strumenti finanziari (testimoniata dalla fuga dal risparmio gestito e dal rifugio in strumenti, quali i conti di deposito, in grado di proteggere dalla dinamica inflattiva), inducono ad un'insolita, ancorché precauzionale, preferenza per la liquidità.

GLI STRUMENTI DI FINANZA IMMOBILIARE IN ITALIA



La rassegna degli strumenti finanziari prende avvio dall'analisi dei **mutui** rivolti all'investimento diretto immobiliare concessi alle famiglie italiane che, per la prima volta, nel 2011 hanno fatto registrare un marcato arretramento, quantificabile nell'ordine dell'11,8% rispetto al 2010 (che si riduce al -7% se si considera la contestuale contrazione di surroghe e sostituzioni). È, tuttavia, nel corso di quest'anno che i fattori di debolezza della domanda, unitamente a quelli di ulteriore inasprimento dei vincoli dell'offerta, hanno acuito la riduzione delle erogazioni creditizie. Per il secondo trimestre 2012 il crollo delle erogazioni è stimato nell'ordine del 50%, in controtendenza rispetto alla lieve crescita delle consistenze.

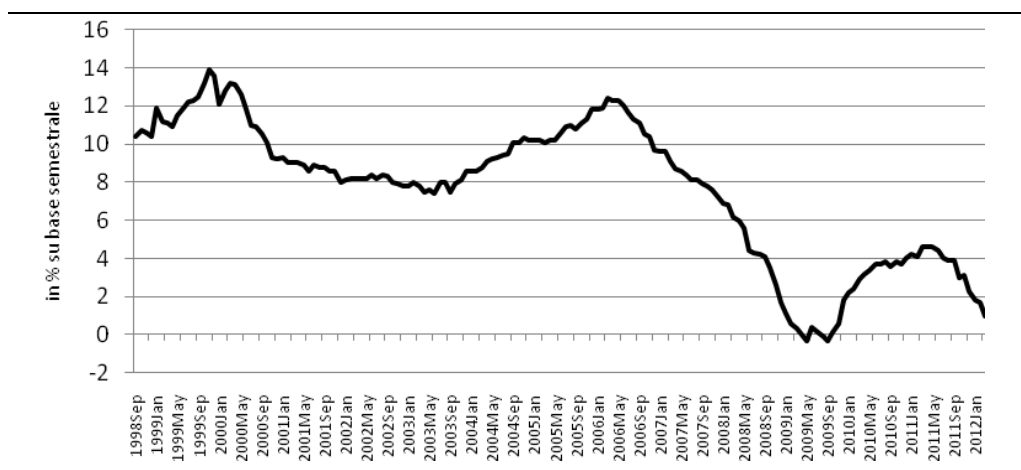
Nonostante la flessione degli ultimi anni, l'incidenza del nostro Paese nelle dinamiche del **leasing immobiliare** a livello continentale continua ad essere rilevante: i nuovi contratti stipulati in Italia hanno rappresentato quasi il 45% del totale, un dato di gran lunga superiore a quello registrato in altre realtà, quali Francia e Germania, attestatesi rispettivamente al 24% e al 9%. Nonostante il nostro mercato abbia mantenuto un ruolo di indiscussa *leadership*, il valore dello stipulato è calato di quasi il 10% rispetto all'anno precedente, portandosi a 24,6 miliardi di euro in totale. Sembra dunque delinearsi uno scenario di consolidamento su volumi più contenuti rispetto al passato, che vede il coinvolgimento di molti piccoli imprenditori che ricorrono a tale strumento finanziario per investimenti di entità modesta.

Spostando l'attenzione dal debito al capitale di rischio, si è in quest'occasione deciso di non dare conto dell'evoluzione del comparto del *private equity real estate*, alla luce dei numeri davvero esigui e di un mercato che si conferma poco predisposto all'apertura del capitale a soci esterni. Nella trattazione continua, invece, a trovare spazio la disamina del comparto del **project financing** e del **partenariato pubblico-privato** che, a fronte di una grande trasformazione normativa del mercato delle opere pubbliche (passando da un sistema incentrato quasi esclusivamente sul contratto d'appalto ad un sistema aperto ai capitali privati) e di un crescente interesse ai piani di riqualificazione delle città, ha acquisito un ruolo centrale.

Passando, infine, dagli strumenti finanziari per soddisfare le esigenze di investimento diretto (acquisto o costruzione di abitazioni) a quelli di investimento indiretto, la tassonomia non può che condurci all'analisi di **fondi immobiliari** e **titoli di società immobiliari quotate** in Borsa. A due anni dall'avvio del percorso di riorganizzazione, promosso dal Governo e dalle Autorità di Vigilanza, che si poneva l'ambizioso obiettivo di giungere ad una regolamentazione organica ed esaustiva del settore dei fondi comuni di investimento immobiliari di diritto italiano, l'industria dei fondi immobiliari italiani si trova a dover gestire l'approdo a scadenza (in parte naturale e in parte forzosa) di una serie di veicoli finanziari, senza che vi siano le condizioni per ipotizzare l'assorbimento dell'ingente patrimonio immobiliare da essi detenuto. Con riferimento, invece, alle società quotate, non si segnalano novità di sorta, esiguità numerica e sottocapitalizzazione continuano ad essere tratti distintivi di un comparto che nemmeno l'introduzione della normativa sulle SIIQ è riuscita ad ampliare.

Mutui per l'abitazione

- Nonostante il ridotto costo del denaro dell'Eurozona all'1% e l'immissione di liquidità di oltre 1.000 miliardi di euro nel sistema bancario nel corso della prima parte dell'anno, i dati congiunturali sul credito alle famiglie a livello europeo non sono, tuttavia, positivi. Si conferma il netto rallentamento dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, con una dinamica positiva dei mutui alla casa contenuta all'1% (nei mesi di marzo e aprile 2012), ben lontana dai tassi di crescita a doppia cifra fatti segnare nel biennio 2005-2006 e, comunque, inferiore all'aumento del 4,6% registrato un anno prima, nell'aprile del 2011.

Figura 6 - Tasso di crescita annuo dei mutui erogati per l'abitazione in Europa (valori %)


Fonte: Banca Centrale Europea

- Alla fine del 2011 i debiti finanziari delle famiglie italiane risultavano pari a circa 65% del reddito disponibile, un livello ancora contenuto se confrontato con la media dell'area euro, in particolare con riferimento alla componente dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, ma in crescita rispetto agli anni precedenti, nonostante una contrazione degli impieghi immobiliari.
- I tassi di interesse sui nuovi contratti di mutuo sono cresciuti nei primi mesi dell'anno 2011, seguendo l'aumento di tassi Euribor e IRS. Nella seconda parte dell'anno e nei primi mesi del 2012 le banche hanno rivisto al rialzo gli *spread* alzando significativamente il costo complessivo dei finanziamenti, nonostante il crollo dei tassi di riferimento.
- Nel corso del 2011, le erogazioni finalizzate all'acquisto di abitazioni hanno di poco superato i 49 miliardi di euro, con una flessione del 12% rispetto al 2010. Si tratta di un calo pressoché reale, dal momento che i valori immobiliari hanno fatto segnare variazioni solo modeste.
- L'incremento delle erogazioni registrato nel 2010 (+9,4%), riconducibile alle sole componenti di surroga e sostituzione, aveva contribuito ad alimentare la diffusione di un ingiustificato ottimismo, rispetto alle possibilità di ripresa del mercato immobiliare. A distanza di un anno, il fisiologico ridimensionamento di tale componente, associato alla contrazione della quota di nuovi mutui (-2,6% su base annua, secondo nostre stime), hanno determinato una significativa flessione delle erogazioni.
- Utilizzando una pluralità di fonti è stato possibile individuare in 271.514 il numero di nuovi contratti di mutuo stipulati nel corso del 2011 da parte delle famiglie, con una flessione del 27% rispetto al 2008. Dall'arrivo della crisi, si può stimare una riduzione del numero annuo di contratti quantificabile in circa 100.000 unità, di cui la quasi totalità (92%) deve essere fatta risalire al 2009. A partire da quell'anno il mercato si è stabilizzato nell'ordine dei 270.000 contratti in media all'anno, che parevano rappresentare una sorta di livello minimo strutturale.

Mutui per l'abitazione
Tavola 2 – Evoluzione delle erogazioni di mutui concessi alle famiglie consumatrici per l'acquisto di abitazioni, nel periodo 2009-2011

| Semestri | NORD | CENTRO | SUD ISOLE | ITALIA |
|-----------|--|--------|-----------|--------|
| | <i>In milioni di euro</i> | | | |
| I S 2009 | 14.532 | 5.447 | 4.252 | 24.231 |
| II S 2009 | 15.631 | 6.096 | 5.089 | 26.816 |
| I S 2010 | 16.208 | 6.994 | 5.413 | 28.615 |
| II S 2010 | 15.472 | 6.438 | 5.326 | 27.236 |
| I S 2011 | 15.602 | 6.556 | 5.601 | 27.759 |
| II S 2011 | 12.266 | 5.241 | 3.982 | 21.490 |
| | <i>Variazioni annuali su basi semestrali</i> | | | |
| I S 2010 | 11,5% | 28,4% | 27,3% | 18,1% |
| II S 2010 | -1,0% | 5,6% | 4,7% | 1,6% |
| I S 2011 | -3,7% | -6,3% | 3,5% | -3,0% |
| II S 2011 | -20,7% | -18,6% | -25,2% | -21,1% |

Fonte: Nomisma su dati Banca d'Italia

Tavola 3 - Numero di nuovi contratti di mutuo stipulati dalle famiglie nel periodo 2008-2011

| | Numero nuovi mutui erogati | Variazione annua | Variazione triennale 2008-2011 |
|------|----------------------------|------------------|--------------------------------|
| 2008 | 371.445 | - | - |
| 2009 | 279.384 | -24,8% | - |
| 2010 | 270.060 | -3,3% | - |
| 2011 | 271.514 | 0,5% | -26,9% |

Fonte: stime Nomisma

- Il nuovo deterioramento del contesto economico e l'assenza di prospettive di allentamento sul fronte creditizio inducono, tuttavia, a ritenere che tale livello verrà ulteriormente ridimensionato nel corso di quest'anno. Le previsioni formulate sulle erogazioni di mutui relative ai primi due trimestri dell'anno delineano un quadro critico (-47,6% rispetto allo stesso periodo del 2011), che potrà solo marginalmente migliorare nel secondo semestre.

Leasing immobiliare

- In Europa, complessivamente, il mercato del leasing ha proseguito la ripresa iniziata nel 2010 ma, a differenza di quanto avvenuto in precedenza, la crescita è stata trainata soprattutto dal comparto del leasing mobiliare (+7,9% sul volume dei nuovi contratti), mentre il leasing immobiliare, dopo le buone performance dell'anno passato, ha visto una contrazione significativa del volume d'affari (-18% in media per lo stipulato).
- Il nostro Paese, nonostante gli anni di flessione, ha ancora una notevole influenza sul leasing immobiliare: mentre per l'Italia il comparto real estate relativo ai nuovi contratti pesa quasi il 45% sul totale dello stipulato in Europa, Francia e Germania hanno un peso relativo rispettivamente del 24% e del 9%, mentre la Spagna è scesa al 5%.

Tavola 4 - Il mercato del leasing in Europa (milioni di euro e variazioni % annue)

| | Nuovi contratti (mln €) | Variazione 2010-2011 (%) | Consistenze 2011 (mln €) | Variazione 2010-2011 (%) |
|-----------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Leasing nel complesso | 224.158 | +3,9 | n.d. ⁽¹⁾ | n.d. |
| Leasing immobiliare | 23.555 | -18,8 | n.d. | n.d. |

⁽¹⁾ Leaseurope non ha, al momento, ancora pubblicato i dati sulle consistenze per l'anno 2011.

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Leaseurope

Leasing immobiliare

- In Italia, Complessivamente, il valore dello stipulato è calato di quasi il 10% rispetto all'anno precedente, attestandosi su 24,6 miliardi di euro in totale.
- Non altrettanto drastica come per lo stipulato è risultata, invece, la diminuzione del volume dei contratti, che sono passati da 283.489 a fine 2010, a 283.234 nel 2011, con una contrazione pressoché nulla (circa 0,1%).
- Per il settore immobiliare i dati mostrano un'ulteriore erosione del comparto rispetto a quello mobiliare, confermando la tendenza avviatasi nel 2005. A fine 2011, il 28,5% dell'ammontare complessivo era riconducibile al real estate, contro il 32,5% dell'anno precedente.
- Se in termini di numero di operazioni, dopo anni di contrazione, nel 2011 si è assistito ad una crescita del 14% rispetto all'anno precedente, il valore dello stipulato di settore è calato del 21% rispetto al 2010, attestandosi sui 7 miliardi di euro circa.
- Lo scenario che si delinea è quello di un mercato che si consolida su volumi più contenuti rispetto al passato, attraendo principalmente molti piccoli imprenditori che ricorrono a questo strumento finanziario per investimenti di entità modesta.

Tavola 5 - Evoluzione del leasing in Italia
(valore dei contratti in milioni di € e variazioni percentuali annue)

| | Leasing nel complesso (milioni di €) | Variazione % annua | Leasing immobiliare (milioni di €) | Variazione % annua |
|------|---|--------------------|---------------------------------------|--------------------|
| 1997 | 12.44 | - | 3.296 | - |
| 1998 | 12.712 | 5,5 | 5.604 | 70,0 |
| 1999 | 17.239 | 35,6 | 7.72 | 38,5 |
| 2000 | 22.278 | 29,2 | 9.605 | 23,7 |
| 2001 | 26.757 | 20,1 | 3.328 | 38,8 |
| 2002 | 32.163 | 20,2 | 17.334 | 301 |
| 2003 | 37.845 | 17,7 | 14.094 | -18,7 |
| 2004 | 32.154 | -15,0 | 16.794 | 19,2 |
| 2005 | 38.184 | 18,8 | 21.950 | 30,7 |
| 2006 | 48.311 | 26,5 | 23.591 | 7,5 |
| 2007 | 48.861 | 1,1 | 22.893 | -3,0 |
| 2008 | 38.974 | -20,2 | 15.068 | -34,2 |
| 2009 | 26.146 | -32,9 | 9.935 | -34,0 |
| 2010 | 27.296 | 4,5 | 8.890 | -10,5 |
| 2011 | 24.624 | -9,8 | 7.024 | -21,0 |

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Assilea

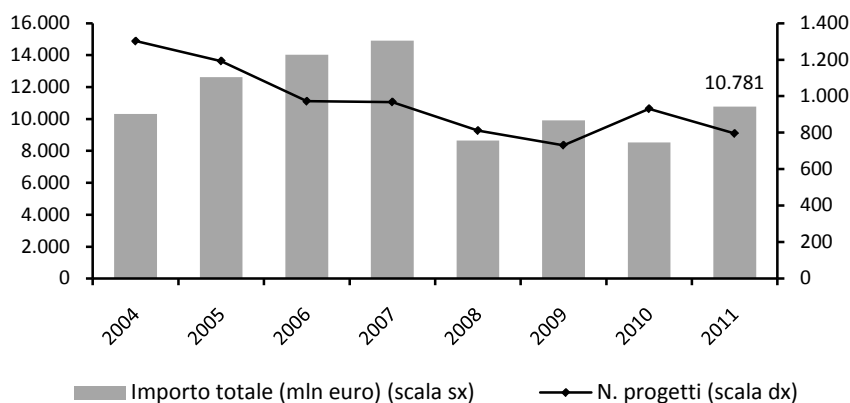
PPP e Project Financing

- Il mercato italiano delle opere pubbliche ha conosciuto nel corso degli anni Duemila una grande trasformazione normativa, passando da un sistema incentrato quasi esclusivamente sul contratto d'appalto ad un sistema aperto ai capitali privati, declinato in una serie di mercati innovativi. In particolare ha acquisito un ruolo crescente il partenariato pubblico-privato (PPP) che nel 2011 ha contribuito al mercato delle opere pubbliche con il 16,6% dei progetti (2.840 su 17.068 totali) e per il 43,8% dell'importo totale messo a gara (14,1 miliardi su 32,2).¹
- A tre anni dal Terzo correttivo del Codice dei contratti pubblici, nel 2011 il legislatore è nuovamente intervenuto sulla disciplina degli appalti. Il **Decreto Sviluppo** (Legge 106/2011) ha dato infatti nuovo impulso al PPP consentendo il ricorso al project financing anche per le opere non presenti nella programmazione triennale delle PA e ammettendo la possibilità che l'opera proposta dal soggetto privato sia realizzata mediante *leasing in costruendo*. Inoltre, **Decreto Cresci-Italia** nel 2012 ha introdotto nel Codice appalti il c.d. contratto di disponibilità, rapporto in cui sono lasciate al rischio dell'affidatario privato la costruzione e messa a disposizione della PA di un'opera di proprietà privata destinata all'esercizio di un servizi pubblico.

¹ La dimensione del ricorso al PPP in Italia è rilevata dall'Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato.

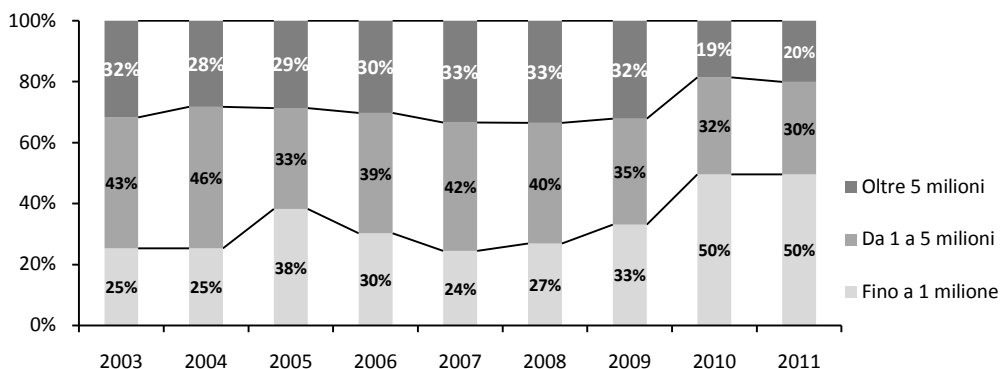
**PPP e
Project
Financing**

- Alcuni dati di sintesi sul fenomeno: nel 2011 a livello nazionale sono state censite 795 gare di PPP, per un importo complessivo di circa **10,8 miliardi di euro**². E' aumentata la dimensione economica del mercato (+26,3% su base annua), che ha visto diminuire la numerosità dei progetti banditi (-14,6%) e, nel contempo, aumentare la dimensione media (+48%). L'importo medio (13,6 milioni di euro) è tornato ad attestarsi sui livelli degli anni 2005-2009, dopo la flessione registrata nel 2010 (9,2 milioni).
- Si fa notare tuttavia che il mercato potenziale è penalizzato da una significativa inefficienza in termini di **gap** tra i progetti messi a gara e le **effettive aggiudicazioni** di lavori (nel 2011 solo il 24% delle procedure è sfociata in una aggiudicazione). Tra le cause del basso tasso di aggiudicazione, l'UTFP (2012) individua il fatto che i progetti offerti al mercato sono spesso privi di una adeguata valutazione ex ante da parte della PA, soprattutto con riferimento alla sostenibilità economico-finanziaria e all'*affordability* dell'amministrazione.

Figura 7- Iniziative di partenariato in Italia - Anni 2004-2011


(*) Sono incluse tutte le forme di PPP monitorate dall'Osservatorio PPP, ad esclusione delle gare di concessione di servizi.

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato, anni vari

**Figura 8 - PPP: iniziative per classi di importo aggregate^(*) - Anni 2003-2011
(quota percentuale sul totale)**


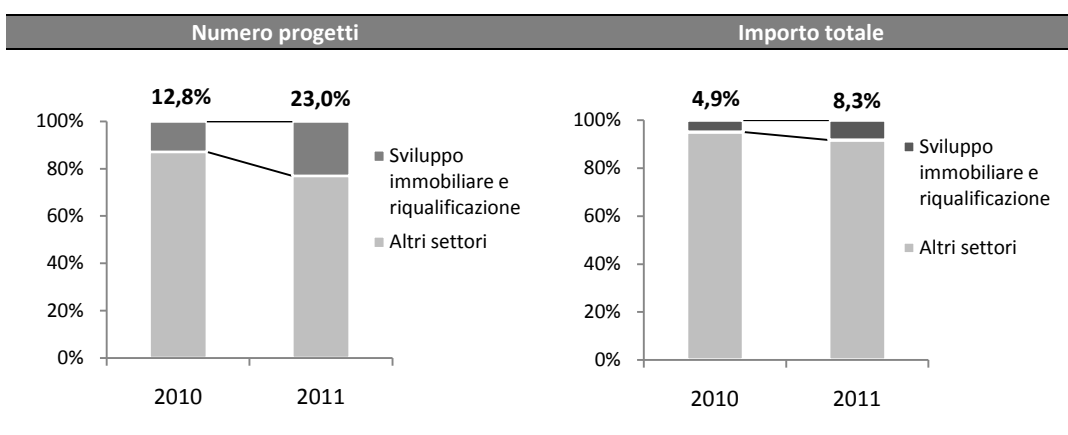
(*) Sono escluse dal conteggio le iniziative di importo non segnalato e le gare di concessione di servizi.

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato, anni vari

² Sono escluse le gare di concessione di servizi.

PPP e Project Financing

- Negli ultimi cinque anni ha avuto luogo una progressiva frammentazione della dimensione economica dei progetti: il peso delle iniziative di importo inferiore al milione di euro sul totale gare è raddoppiato, passando dal 24% del 2007 al 50% degli anni 2010 e 2011.
- Il PPP riguarda il settore immobiliare relativamente ai **progetti di sviluppo e riqualificazione urbana** e alla realizzazione di infrastrutture puntuali ad uso delle singole comunità. Gli interventi relativi allo sviluppo immobiliare hanno rappresentato, nel 2011, il 23% del numero di gare bandite e l'8,3% dell'importo totale. La consistenza del comparto è aumentata in termini di progetti banditi (+50%) e il volume d'affari è più che raddoppiato (+109%). La buona performance del settore non accomuna il resto del mercato, che, per contro, ha registrato una contrazione nel numero di iniziative (-16,2%) e un incremento del volume di affari molto inferiore (+24,6%).

Figura 9 – Peso dei settori connessi a sviluppo immobiliare e riqualificazione sul totale PPP – Anni 2010 e 2011 (per importo totale)


Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato, anni vari

Fondi Immobiliari e Società Immobiliari Quotate
Tavola 6 - L'evoluzione dei Fondi e Patrimonio complessivo

| Nomisma II/2011 | Patrimonio (in milioni di euro) | | 31.575 |
|-----------------|---------------------------------|------------|------------|
| FONDI | RISERVATI | | TOTALE |
| AD APPORTO | No | Si | |
| No | 22 | 27 | 49 |
| Si | 6 | 276 | 282 |
| TOTALE | 28 | 303 | 331 |

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Assogestioni e Banca d'Italia

- Nonostante le difficoltà piuttosto significative e diffuse del comparto, il numero di fondi non accenna a diminuire: al 31 dicembre del 2011, sono infatti 331 gli strumenti operativi, di cui 303 di tipo riservato e 28 di tipo *retail*. In tale quadro è evidente che anche il patrimonio netto sia aumentato, nonostante gli arretramenti congiunturali, raggiungendo ormai i 31,5 miliardi di euro.
- L'evoluzione tipologica dei fondi è proseguita nella direzione già osservata da tempo all'interno del comparto, al termine del 2011 la quota di patrimonio detenuta da fondi *retail* è diminuita ulteriormente rispetto al 2010, attestandosi al 18,4% del totale, a fronte dell'81,6% detenuto dai fondi riservati.
- Tra il 2013 e il 2014 arriveranno a scadenza 12 fondi *retail*, per un totale di circa 3,3 miliardi di euro di attivi corrispondenti a oltre 2 milioni di metri quadrati di superfici disponibili. Se si considera l'intero orizzonte temporale di dismissione, ossia fino al 2021, il valore attuale degli immobili da alienare raggiunge circa i 6,5 miliardi di euro, per una superficie da assorbire di 4,3 milioni di metri quadrati.

Fondi Immobiliari e Società Immobiliari Quotate

- Per quanto riguarda l'analisi della composizione degli attivi, il peso del settore direzionale è nuovamente cresciuto, raggiungendo il 54,1%, a scapito della quota di impieghi commerciali, che si è portata al 17,0%. Al contrario, è aumentata la componente residenziale, raggiungendo il 7,1%, mentre i restanti comparti hanno fatto registrare solo lievi variazioni. L'*asset allocation* a livello nazionale non si discosta in misura significativa rispetto a quello europeo, anche se gli impieghi di tipo commerciale e residenziale si confermano più attraenti per le Sgr europee, a fronte di una quota più contenuta degli *asset* direzionali, che si attestano al 47,8% del totale.
- L'ultimo dato disponibile sulla *performance* dei fondi immobiliari evidenzia un ritorno in territorio negativo, con una variazione del -2,6% che interrompe la timida risalita registrata nel corso della seconda parte del 2010 e della prima del 2011, dopo le irrisorie flessioni del 2008 e 2009. Anche a livello europeo si è registrata una flessione della *performance* media di entità, tuttavia, nettamente più contenuta (-0,6%) rispetto a quella italiana.
- I fondi quotati nella seconda parte del 2011 hanno acuito la flessione rispetto al semestre precedente arrivando registrare, a livello di NAV, una performance media nell'ordine del -3,0% (con un campo di oscillazione decisamente ampio da +2,2% ad un minimo di -9,9%).
- L'approssimarsi a scadenza di molti veicoli, che in linea teorica doveva garantire la chiusura del gap tra quotazioni e NAV, rappresenta nella situazione attuale un'evidente minaccia al punto che, complici le gravi difficoltà di tutti gli impieghi borsistici, lo sconto medio ha oggi raggiunto livelli mai toccati prima (-56,98% a fronte del -42,79% raggiunto nel pieno della crisi finanziaria del 2008), con una svalutazione implicita del valore degli attivi immobiliari che addirittura si attesta al 45,6%.
- Sul fronte delle società quotate, continuano a perdurare le criticità che hanno caratterizzato il comparto nel corso degli ultimi anni. La limitata disponibilità di veicoli finanziari (ad oggi sono solo 8 le società immobiliari quotate), l'incessante erosione della capitalizzazione del comparto ed un indice di volatilità settoriale ben al di sopra dei valori degli altri impieghi finanziari (azioni ed obbligazioni), definiscono il quadro critico del settore immobiliare quotato italiano.
- In questo contesto, l'introduzione delle società di investimento immobiliare quotate (SIIQ), non ha, fino a questo momento, portato i benefici attesi.
- Il settore risulta, inoltre, fortemente concentrato: le due SIIQ, nonostante la pesante flessione registrata da maggio ad oggi, rappresentano quasi il 70% del comparto, con Beni Stabili che, da sola, costituisce la metà del mercato.
- Il modesto numero di negoziazioni, peraltro riconducibile per lo più alle SIIQ, associato alla bassa capitalizzazione complessiva (attualmente 1.197 milioni di euro rispetto all'apice di 8.537 milioni di euro raggiunto nel 2005) restituisce la nitida immagine di un settore che evidentemente non individua nella Borsa un'opportunità di crescita dimensionale.
- Alla modestia strutturale della dimensione borsistica del comparto si sono aggiunti, specie negli ultimi anni, i consistenti aumenti di capitale operati da quasi tutte le società quotate.



Nomisma – Società di Studi Economici S.p.A.

Settore Immobiliare

Strada Maggiore, 44
I-40125 Bologna (Italy)

www.nomisma.it

tel. +39 0516483-301

fax: +39 051223441

e-mail: nomosmi@nomisma.it