

Problemi e Analisi

A un anno dai “subprime”: quale crisi in Italia?

Giovanni Ajassa

02

2008

Servizio Studi

A un anno dai subprime, quale crisi in Italia?

Giovanni Ajassa¹

Premessa: a che punto è la crisi?	p. 2
1. Prezzi delle case e debiti delle famiglie: USA vs. Italia	p. 4
2. Mutui e tassi nell'area euro e in Italia	p. 6
3. Alcune differenze regionali e generazionali	p. 7
Conclusioni: innovare per ridare fiato al risparmio	p. 8

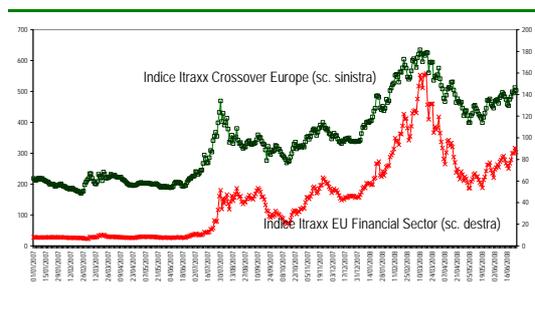
¹ Le opinioni espresse nel lavoro sono solo quelle dell'autore e non impegnano la responsabilità della banca. I contenuti dello studio rielaborano e aggiornano gli argomenti della relazione tenuta dall'autore al convegno sulla finanza immobiliare in Italia organizzato presso la sede dell'ABI da NOMISMA SpA lo scorso 11 giugno 2008.

Premessa: a che punto è la crisi?

Crisi, nell'etimo greco, significa separazione, cesura netta, inversione di tendenza rispetto al passato. A un anno dal pieno apparire sui mercati della crisi dei subprime non pochi appaiono i cambiamenti intervenuti in segmenti importanti del sistema finanziario internazionale². Sono aumentate le misure dei premi al rischio. E' cresciuto il costo della liquidità. Sono cambiate le priorità strategiche dei maggiori operatori con un ritorno di enfasi sulla solidità patrimoniale rispetto all'espansione delle attività.

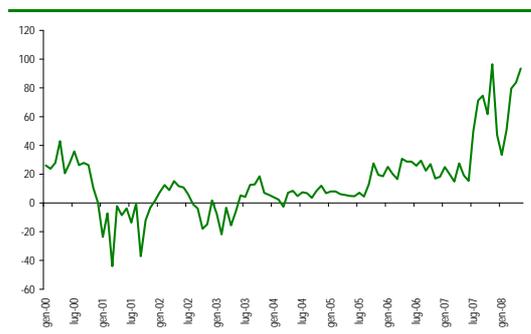
Alcuni numeri possono riassumere la portata della crisi e dei suoi effetti. I premi pagati sui Credit Default Swap nel settore finanziario europeo – misurati dall'indice iTRAXX EU Financial Sector – sono saliti dalla ventina di centesimi sperimentati ancora nella primavera del 2007 agli 80-90 centesimi di giugno 2008 (v. fig. 1). Riguardo al rincaro della liquidità, un incremento di oltre mezzo punto percentuale è stato registrato dal differenziale tra il tasso Euribor a 3 mesi e il tasso overnight EONIA (v. fig. 2).

**Fig. 1 - Premi annuali sui CDS
sull'indice iTRAXX Europe
(in centesimi di punto percentuale)**



Fonte: elaborazione BNL Servizio Studi su dati Datastream

**Fig. 2 - Differenziale di tasso
Euribor 3 mesi - EONIA
(in centesimi di punto percentuale)**



Fonte: Banca d'Italia

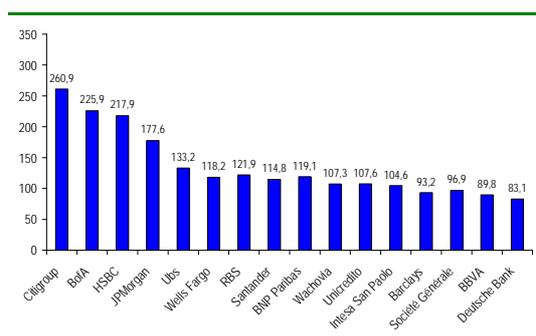
Per effetto della crisi, la graduatoria al vertice mondiale dei gruppi bancari è mutata significativamente (v. fig. 3 e fig. 4). Nel corso di un anno l'ammontare di svalutazioni e perdite si è avvicinato ai 400 miliardi di dollari, con una quota riconducibile alle banche americane di circa 170 miliardi. Per le banche europee, tra maggio 2007 e giugno 2008 la capitalizzazione complessiva dei primi quindici gruppi è calata di circa il 40%³. Negli USA e, in misura minore, in Europa, la crisi ha reso necessario l'avvio di un ciclo di ricapitalizzazioni che ha condotto alla raccolta sui mercati di risorse per poco meno di 300 miliardi di dollari di cui 160 miliardi da parte di gruppi americani. Gli aumenti di capitale attuati dopo lo sviluppo della crisi dei subprime segnano un'inversione di tendenza rispetto alle politiche di incremento della leva finanziaria e di restituzione di risorse al mercato seguite da numerosi istituti negli scorsi anni. Tra il 2003 e il 2006 le risorse restituite al mercato da parte delle maggiori

² Per un'ampia disamina della crisi e dei suoi effetti si veda, tra gli altri, BCE, *Financial Stability Review*, giugno 2008.

³ Cfr. Silvano Carletti, "La crisi ridefinisce le priorità strategiche delle banche", in *Focus settimanale del Servizio Studi BNL*, n. 26, 4 luglio 2008.

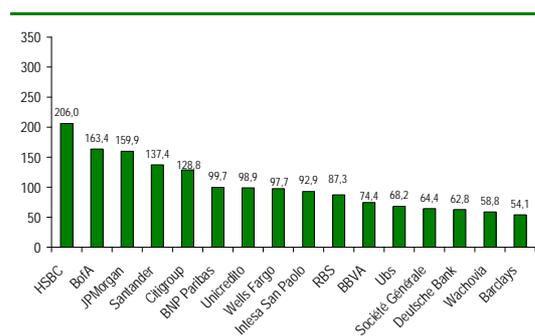
banche europee nella forma di dividendi e di acquisti di azioni proprie hanno raggiunto il valore di 194 miliardi di euro contro 69 miliardi di euro raccolti nella forma di aumenti di capitale⁴. Ancora maggiore, nello stesso periodo, si è rivelata la restituzione netta di risorse effettuata nei confronti del mercato dalle grandi banche americane.

**Fig. 3 - Capitalizzazione di mercato
al 15 maggio 2007**
(miliardi di dollari)



Fonte: Bloomberg

**Fig. 4 - Capitalizzazione di mercato
al 16 maggio 2008**
(miliardi di dollari)



Fonte: Bloomberg

Ad un anno dal suo incipit la crisi dei subprime appare aver prodotto esiti importanti all'interno del sistema finanziario. Rimane, invece, aperta la questione delle conseguenze della crisi sull'economia reale, negli USA e in Europa. Nel corso degli ultimi dodici mesi la politica monetaria americana è stata primariamente impegnata a gestire la fase acuta della crisi e a lenire, attraverso una generosa offerta di liquidità, le situazioni di grave tensione generate dalle perdite e dalle insolvenze di primari operatori. Questo ha fatto sì che, in un periodo di crescente inflazione, i tassi di interesse di riferimento non aumentassero e più dolorosi aggiustamenti dal lato della spesa delle famiglie venissero rinviati⁵. Assai diversa appare invece la situazione in Europa e, soprattutto, in Italia. Nel nostro paese, i riflessi finanziari della crisi dei subprime si confrontano con una situazione delle famiglie solida sotto il profilo patrimoniale, ma debole sotto il profilo della crescita dei redditi individuali. Diversamente dagli USA, in Italia i prezzi delle case non diminuiscono, ma differenze regionali e intergenerazionali dividono le famiglie italiane nell'accesso alla proprietà immobiliare, nel finanziamento degli immobili e nell'incidenza del servizio del debito.

La crisi americana dei subprime non ha implicato e non implica la crisi della finanza immobiliare in Italia. Guai a fare di tutta l'erba un fascio, globalizzando i luoghi comuni piuttosto che approfondendo, nei reciproci chiaroscuri, le differenze che esistono tra le diverse realtà. A questo esercizio di differenziazione volgono le brevi considerazioni che seguono. Riferimento è fatto a tre particolari aspetti: la situazione dei mercati immobiliari e dei mutui negli USA e in Italia; la crescita dei mutui ipotecari nell'Eurozona e, in questo quadro, in Italia; alcune differenze regionali e "generazionali" che possono cogliersi guardando alla situazione italiana.

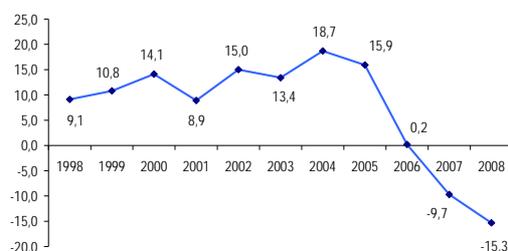
⁴ Silvano Carletti, *ibidem*.

⁵ Cfr. Ryutaro Kono, "US: when will the Fed's crisis mode end?", *BNP Paribas Market Mover*, 4 luglio 2008.

1. Prezzi delle case debiti delle famiglie: USA vs. Italia

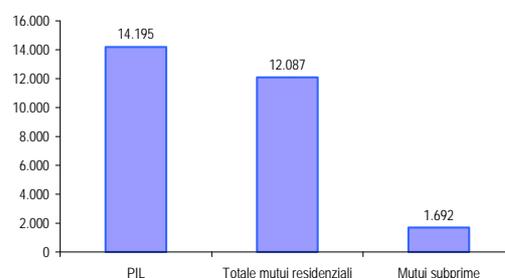
E' trascorso quasi un anno dall'apparire, sul mercato americano e sulla scena economica mondiale, di quella che viene comunemente chiamata "la crisi dei subprime". Come è stato autorevolmente sottolineato⁶, la crisi resasi evidente a luglio del 2007 è giunta al culmine di una lunga fase di simultanea espansione di credito, finanza ed economia. Molti anni di buona crescita economica, negli USA e altrove, erano stati accompagnati da una situazione di abbondante liquidità, da bassi tassi reali di interesse, da un trend di riduzione dei premi al rischio e da un incremento delle capacità della finanza di declinare il rischio con strumenti diversi e su platee sempre più ampie di investitori. A monte di una catena verosimilmente troppo lunga di intermediazione finanziaria, il sistema rimaneva esposto all'alea rappresentata da alcuni grandi problemi economici che rimanevano irrisolti. Tra questi, il nodo più grave era rappresentato dalla combinazione tra l'inversione del trend rialzista dei prezzi sul mercato immobiliare degli USA (v. fig. 5) e la fragile condizione economica delle famiglie americane. L'insufficiente capacità di risparmio delle famiglie americane era, e rimane, tra le cause del persistente deficit di parte corrente nei conti esteri degli USA e della strutturale debolezza del dollaro. Su questi punti di rottura, un anno fa la crisi finanziaria ha trovato un innesco reale.

Fig. 5 – I prezzi delle case negli USA
(var. % anno su anno)



Fonte: indice Case-Shiller Composite-10; 2008: dato di marzo

Fig. 6 - USA: PIL e mutui nel 2007
(miliardi di dollari)



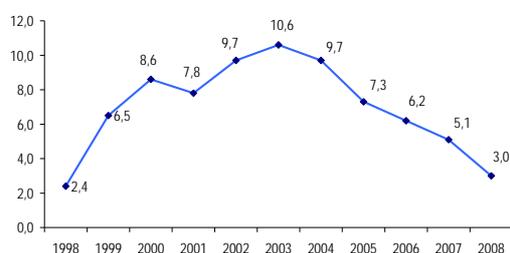
Fonte: Federal Reserve

E' presto per dire se, dall'altra parte dell'Atlantico, un'adeguata correzione dei fondamentali reali della crisi sia già stata realizzata. Di certo, negli USA la caduta su base annua dei prezzi delle case ha raggiunto la doppia cifra. Parliamo di un decremento di oltre 15 punti percentuali nel caso del valore registrato nello scorso marzo dall'indice Case-Shiller Composite-10 (v. fig. 5). Ma l'esposizione delle famiglie americane sul fronte dei mutui immobiliari, prime e subprime, rimane estremamente consistente e non sembra denunciare un significativo rientro. Alla fine del 2007 lo stock totale dei mutui residenziali ha raggiunto i 12mila miliardi di dollari (v. fig. 6), con un aumento di ben 8 punti percentuali rispetto al dato di dicembre 2006 e un calo solo di 2 punti rispetto

⁶ Cfr. Banca d'Italia, "Considerazioni Finali", Assemblea ordinaria dei partecipanti, Roma, 31 maggio 2008.

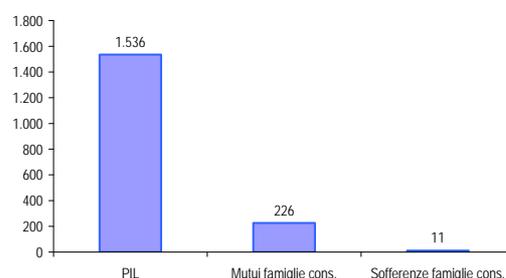
all'incremento realizzato nel 2006. Diviso per il valore del prodotto interno lordo, il valore del totale dei mutui ammonta a ben l'85% della ricchezza prodotta negli USA nel 2007. All'interno dell'esposizione complessiva, i mutui subprime sono pari a 1.700 miliardi di dollari, il 14% del totale dei prestiti per l'acquisto di abitazioni contratti dalle famiglie americane. Non tutti gli attuali "subprime" sono destinati ad andare in sofferenza nel corso dei prossimi mesi ed anni. Ma lo smaltimento di un così consistente eccesso di indebitamento imporrà probabilmente un freno alla capacità di ripresa dell'economia americana.

Fig. 7 - I prezzi delle case in Italia
(var. % anno su anno)



Fonte: rilevazioni e previsioni NOMISMA sulle abitazioni usate nelle 13 principali aree urbane

Fig. 8 - Italia: PIL e mutui nel 2007
(miliardi di dollari)



Fonte: Banca d'Italia

Guardando ai numeri americani su prezzi delle case e mutui, l'Italia appare di certo una "penisola" felice. Gli esperti di Nomisma hanno recentemente confermato la previsione di un aumento del 3% dei prezzi delle case in Italia nella media del 2008 (v. fig. 7). Rispetto al +5,1% conseguito nel 2007 c'è un rallentamento della crescita che, però, è tutt'altra cosa dalla caduta libera dei listini immobiliari in atto negli Stati Uniti. Allo stesso modo, una situazione assai meno preoccupante si rileva in Italia dal lato dei mutui. Alla fine del 2007 la consistenza dei prestiti contratti per l'acquisto di abitazioni da parte di quelle che la Banca d'Italia chiama "famiglie consumatrici" si è attestata a 226 miliardi di euro (v. fig. 8).

L'importo sale a 266 miliardi di euro se, alle famiglie consumatrici, sommiamo anche i 40 miliardi di euro dei mutui contratti dalle "famiglie produttrici", ovvero le imprese individuali fino a 5 addetti. Anche considerando questa definizione più ampia di famiglia, in Italia il rapporto tra i prestiti per l'acquisto di abitazioni e il PIL nazionale non arriva al 18%. E' il valore più basso tra tutte le principali economie di consolidata industrializzazione. All'interno del totale, la quota di rapporti in sofferenza o incaglio è stimabile nell'ordine dell'1,5% dei clienti titolari di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Le famiglie italiane sono circa 24 milioni e il 12% di esse ha sottoscritto un mutuo per la casa.

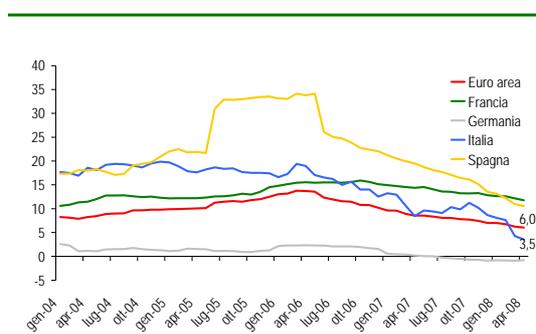
Combinando i vari indicatori risulta che il numero delle famiglie in situazione di grave difficoltà sui mutui avrebbe l'ordine di grandezza delle 40/50mila unità, pari ad appena il due per mille del totale dei nuclei familiari. Prescindendo dalle sofferenze e dagli incagli e sommando ai mutui anche il credito al consumo e le altre forme di indebitamento, il numero di famiglie italiane per le quali il servizio complessivo del debito assorbe una quota

pari o superiore al 30% del reddito familiare ammonta a 330mila unità, l'1,4% del totale. Il dato, basato su indagini relative al 2006, è calcolato dalla Banca d'Italia e riportato nella Relazione annuale.

2. Mutui e tassi nell'area dell'euro e in Italia

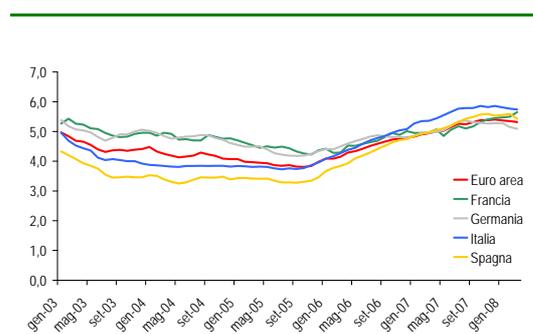
Anche se da noi non esistono i problemi americani, la situazione della finanza immobiliare in Italia è oggetto di particolare attenzione almeno da quando, sul finire del 2005, la politica monetaria europea ha assunto un atteggiamento meno espansivo. I dati della BCE illustrano con chiarezza come nell'arco degli ultimi due anni la crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro abbia percorso un sentiero di graduale rientro che si correla ad una tendenza moderatamente rialzista dei relativi tassi di interesse (v. fig. 9 e fig. 10).

Fig. 9 – Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni
(var. % anno su anno)



Fonte: BCE

Fig. 10 – Tassi di interesse sui prestiti per l'acquisto di abitazioni
(%)



Fonte: BCE

Ex-post, la ricognizione di quanto accaduto induce a riconoscere alla BCE il merito di aver visto lungo sull'inflazione anticipando quello che poi si è rivelata un'accelerazione significativa dei prezzi. Si può dibattere se il presidio dei tassi di interesse a breve termine sia l'arma più efficace per combattere un ritorno stile anni Settanta dell'inflazione da aumenti delle materie prime. Ma, voluto o no, una cauta politica monetaria ha sicuramente generato l'effetto di prevenire la formazione in Europa di pericolose bolle speculative sui mercati immobiliari e, nel contempo, ha permesso di governare entro limiti ragionevoli le dinamiche espansive dei mutui residenziali delle famiglie. Secondo i dati più recenti, nello scorso aprile la crescita annua dei prestiti per l'acquisto di abitazioni si attestava intorno al 6% nella media dell'area dell'euro e al 3,5% in Italia. Il dato più basso raggiunto dalla dinamica dei mutui nel nostro paese è coerente con quella che da noi è una crescita economica più debole. In Italia, nel primo trimestre di quest'anno il ritmo annuo di espansione nominale del prodotto interno lordo si è collocato intorno al 3,5%, con una componente di crescita reale pari a mezzo punto percentuale ed un aumento dei prezzi dell'ordine del tre per cento.

3. Alcune differenze regionali e generazionali

Un ultimo aspetto al quale fare riferimento parlando di finanza immobiliare è quello di alcune differenze regionali e generazionali che si rilevano almeno nel caso dell'Italia.

Tab. 1 - Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

	Dicembre 2007		
	Valori in milioni di euro	Quote %	Variazioni % annue
Italia Nord-occidentale	79.957	35,3	9,1
Piemonte	18.047	8,0	8,1
Valle d'Aosta	388	0,2	7,6
Liguria	7.330	3,2	12,0
Lombardia	54.192	23,9	9,1
Italia Nord-orientale	52.001	23,0	7,5
Trentino-Alto Adige	3.137	1,4	11,8
Veneto	21.049	9,3	7,3
Friuli-Venezia Giulia	4.834	2,1	7,5
Emilia-Romagna	22.981	10,2	7,1
Italia Centrale	52.282	23,1	7,2
Marche	5.479	2,4	12,5
Toscana	16.038	7,1	5,4
Umbria	2.445	1,1	12,3
Lazio	28.321	12,5	6,8
Italia Meridionale	27.133	12,0	10,0
Abruzzo	3.341	1,5	9,6
Molise	503	0,2	9,9
Campania	11.576	5,1	8,5
Puglia	8.683	3,8	10,8
Basilicata	595	0,3	7,9
Calabria	2.435	1,1	16,6
Italia Insulare	15.001	6,6	13,7
Sicilia	10.582	4,7	14,4
Sardegna	4.419	2,0	12,0
Totale nazionale	226.374	100,0	8,7

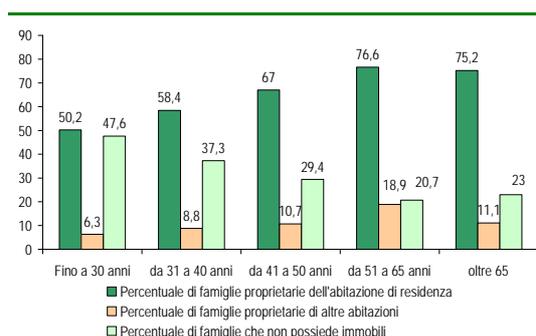
Fonte: elaborazione BNL Servizio Studi su dati Banca d'Italia

Aperto i dati nazionali sul 2007 a livello regionale, la crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni risulta più sostenuta nel Mezzogiorno che nel Centro-Nord (v. tab. 1). A fronte di un incremento complessivo a livello Italia del +8,7%, a fine 2007 i mutui crescono del +9,1% in Lombardia, del +7,1% in Emilia-Romagna, del +6,8% nel Lazio, del +8,5% in Campania, del +10,8% in Puglia e del +14,4% in Sicilia. Ma il maggior dinamismo congiunturale delle regioni meridionali risulta poca cosa a fronte dei divari storici nella distribuzione degli stock di mutui rilevati alla stessa data di fine 2007. Basti pensare che la sola Lombardia risulta titolare di ben il 23,9% dell'ammontare complessivo nazionale dei prestiti contratti dalle famiglie italiane per l'acquisto di abitazioni. La Lombardia, da sola, ha un peso doppio di quello raggiunto dalla somma delle sei regioni del Sud (Abruzzo,

Molise, Campania, Puglia, Basilicata e Calabria) e circa quadruplo rispetto all'incidenza sul totale dei mutui nazionali di Sicilia e Sardegna.

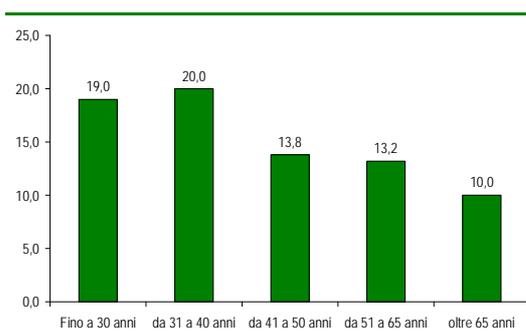
Un ulteriore elemento di divaricazione al quale rivolgere attenzione è quello delle differenze generazionali nell'accesso alla proprietà immobiliare e nella misura dell'onere del servizio di un mutuo. Sotto ambo i profili, alcune recenti indagini offrono spunti di particolare interesse⁷. In Italia solo il 50,2% dei capifamiglia con età fino a 30 anni è proprietario della abitazione in cui risiede (v. fig. 11). La quota di proprietari supera invece il 75% nella fascia di età al di sopra dei 50 anni. Ugualmente sperequata è la distribuzione per età dell'incidenza sul reddito disponibile del servizio del mutuo, ovvero della rata annualmente dovuta alla banca per il rimborso del prestito e il pagamento dei relativi interessi. Il rapporto tra onere del mutuo e reddito è dell'ordine del 20% per i capifamiglia con età fino a 40 anni, mentre scende al 10% per gli ultrasessantacinquenni (v. fig. 12).

Fig. 11 – Immobili posseduti dalle famiglie italiane per età del capofamiglia
(% di possesso per classe di età)



Fonte: Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati Banca d'Italia

Fig. 12 – Incidenza della spesa per mutuo per età del capofamiglia
(in % del reddito disponibile)



Fonte: Banca d'Italia

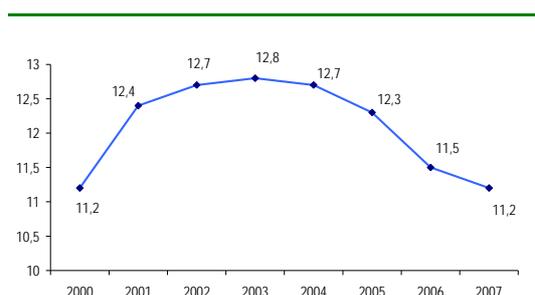
Conclusioni: innovare per ridare fiato al risparmio

Rispetto a quelle americane, le famiglie italiane godono di una situazione finanziaria decisamente più solida. Ad un anno dallo scoppio della crisi dei subprime, il tema dell'immobiliare non appare essersi aggiunto alla lista dei più gravi problemi congiunturali e strutturali del paese. Nondimeno, il trend di prolungata debolezza che da anni percorre la crescita del reddito disponibile degli italiani e il pericoloso ritorno di fiamma dell'inflazione rendono oggi la condizione delle famiglie uno snodo particolarmente critico. Il rischio che abbiamo davanti non è il declino industriale dell'Italia, bensì un trend di progressivo impoverimento degli italiani e di pericoloso allargamento di dualismi vecchi e nuovi, da quello storico di tipo territoriale al "generational divide" che appare

⁷ Cfr. Banca d'Italia, "I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2006", *Supplementi al Bollettino Statistico – Indagini Campionarie*, 28 gennaio 2008 e Simona Costagli, "Non è un mattone per giovani", *Focus settimanale del Servizio Studi BNL*, n. 13, 4 aprile 2008.

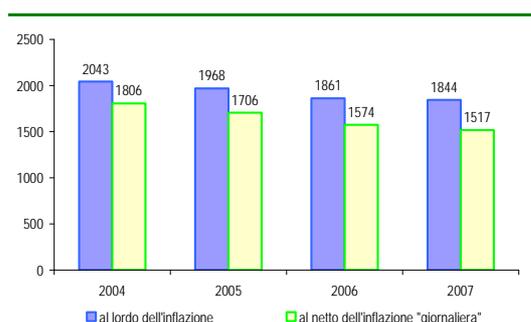
oggi separare sempre più padri e figli. Oltre alla fiacchezza dei consumi, una cartina di tornasole del rischio-impovertimento è offerta dall'andamento del risparmio. Tra il 2004 e il 2007, secondo la Banca d'Italia, la propensione media al risparmio degli italiani è scesa dal 12,7% all'11,2% (v. fig. 13) e dal 10,4% ad appena l'8,7% se il computo delle risorse messe da parte è compiuto al netto dell'inflazione attesa. Gli stessi segnali si rilevano se, in luogo della propensione media al risparmio, si prova a calcolare l'andamento negli ultimi quattro anni dei risparmi pro capite. Al netto dell'inflazione giornaliera – quella misurata sui beni oggetto di acquisto più frequente – la somma che in media un italiano riesce annualmente a risparmiare scende dai 1.806 euro del 2004 ai 1.517 euro del 2007 (v. fig. 14). E' troppo poco. L'Italia ha bisogno di risparmio e di risparmiatori, soprattutto di giovani risparmiatori. Il risparmio è la migliore materia prima per finanziare i molti investimenti di cui l'industria italiana ha bisogno per proseguire nel suo processo vincente di ristrutturazione e di riposizionamento. Il risparmio dei giovani è, come insegnano da sempre le teorie del ciclo vitale, la garanzia fondamentale per la sostenibilità del sistema di welfare e per la coesione, sociale e generazionale, del paese.

Fig. 13 – Propensione al risparmio
(in % del reddito disponibile)



Fonte: Banca d'Italia

Fig. 14 – Risparmi pro capite
(euro)



Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati Banca d'Italia e ISTAT

A parità di altre condizioni, un'azione di sostegno nei confronti dei risparmi può venire dal consolidamento e dall'estensione di alcune innovazioni nel campo dei mutui. Tra il 2003 e il 2006 la percentuale di banche italiane che offrono contratti di mutuo con scadenza pari o superiore a 30 anni è cresciuta dal 15% al 59% con un'incidenza vicina alla totalità nel segmento costituito dalle banche di maggiore dimensione⁸. Nello stesso periodo, la percentuale di intermediari che offre mutui con rata di rimborso costante e durata variabile è salita dal 24% al 68%: anche in questo caso la quota sale a 9 istituti su 10 per le grandi banche. Poter allungare la durata di un mutuo a parità di rata è utile alla famiglia per annullare l'effetto sul reddito corrente di una tendenza all'aumento dei tassi di interesse e del conseguente aggravio del servizio dei debiti contratti a tasso variabile. Alla stessa finalità volge la Convenzione recentemente sottoscritta dal Governo e dall'Associazione bancaria italiana. Quando è usata bene, l'innovazione finanziaria ha ritorni positivi e importanti per tutti i partecipanti al mercato, per le famiglie e per le banche.

⁸ Cfr. Paola Rossi, "L'offerta di mutui alle famiglie: caratteristiche, evoluzione e differenze territoriali. I risultati di un'indagine campionaria", Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, giugno 2008.