



Direzione Affari Economici e Centro Studi

Report

IL CREDITO NEL SETTORE DELLE COSTRUZIONI

(Estratto dall'Osservatorio Congiunturale sull'Industria delle Costruzioni - Ottobre 2007)

IL CREDITO NEL SETTORE DELLE COSTRUZIONI

Sintesi dei risultati

Secondo i dati della Banca Centrale Europea, le erogazioni dei mutui sarebbero aumentate nel secondo trimestre e nel terzo trimestre 2007, anche se ad un ritmo meno sostenuto rispetto ai mesi passati.

La motivazione di questo rallentamento è da ricercarsi anche nella crisi finanziaria che ha colpito il mercato americano dei mutui *subprime*, che ha cominciato a far sentire i suoi effetti anche all'estero. Le banche europee, infatti, hanno iniziato ad applicare criteri più stringenti per l'accesso al credito¹, sia nei confronti delle imprese, sia delle famiglie.

Con gli Stati Uniti, l'Italia condivide la forte espansione dei prestiti ipotecari degli ultimi anni, favorita, in tutti e due i casi, da un livello assai contenuto dei tassi d'interesse per un lungo lasso temporale.

Ma è necessario specificare fin da subito che esistono profonde differenze tra il mercato dei mutui americano e quello italiano.

Negli Stati Uniti le banche hanno attuato strategie di espansione molto più spregiudicate: hanno sviluppato prodotti con clausole a volte molto pesanti per la clientela, hanno erogato prestiti con Loan to Value² estremamente elevati con il risultato di sviluppare rate mensili onerose rispetto al reddito disponibile della clientela.

Inoltre, **alcuni istituti di credito d'oltreoceano hanno diminuito il monitoraggio sul comportamento delle controparti ed allentato i criteri di selezione della clientela, concedendo, di fatto, prestiti anche a creditori di bassa qualità**, nella convinzione che tali crediti sarebbero stati a breve cartolarizzati, ovvero trasformati in titoli finanziari derivati e venduti sul mercato.

Simili comportamenti hanno minato la credibilità del settore e nel momento in cui il ciclo immobiliare ha rallentato ed il tasso d'interesse ha cominciato a salire, ci si è trovati di fronte ad una crisi sistemica che dal settore finanziario sta coinvolgendo anche l'economia reale, con presumibili conseguenze in termini di rallentamento della crescita.

L'Italia presenta caratteristiche molto diverse, perché molte delle pratiche in uso oltreoceano non sono state accolte dal nostro sistema bancario.

I nostri istituti bancari hanno continuato a selezionare attentamente la clientela, riducendo al minimo i rischi di credito. Una riprova è data dall'andamento delle sofferenze, rimaste stabili nonostante l'aumento di due punti del tasso d'interesse.

¹ *European Central Bank – Monthly Bulletin October 2007*

² *Loan to Value: è il rapporto tra il valore del prestito ipotecario e il valore dell'immobile sottostante.*

Per questa ragione appare completamente ingiustificato un cambiamento dei criteri accesso al credito da parte delle banche. Eppure gli operatori riferiscono di crescenti difficoltà per le famiglie e per le imprese nella sottoscrizione di nuovi mutui e la BCE conferma un simile atteggiamento da parte delle banche di tutta Europa.

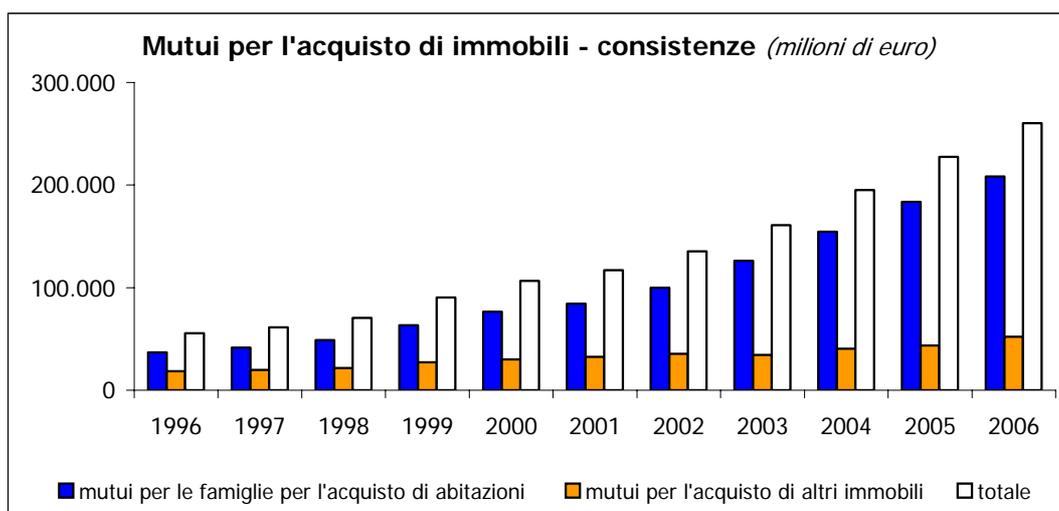
Il pericolo è che si venga ad avere un razionamento del credito con gravi effetti reali per imprese ed operatori.

Il mercato italiano dei mutui

Il mercato dei mutui italiano da alcuni anni sta vivendo un periodo di grande dinamicità, sia per quanto riguarda i finanziamenti per gli investimenti immobiliari, sia per la parte riservata agli acquisti di immobili.

Dal 1996 ad 2006 il mercato dei mutui per l'acquisto di abitazioni in Italia è cresciuto dai 55.000 ai 260.000 milioni, ovvero con un ritmo di crescita annuo del 16,7% per 11 anni consecutivi.

I mutui per le famiglie per l'acquisto delle abitazioni sono passati dai 36.784 milioni di euro di fine 1996 agli odierni 208.295 (+466%).



Elaborazione Ance su dati Banca d'Italia

L'aumento è esponenziale e continua ancora: solo nell'ultimo anno la crescita è stata del 13,3% per il solo comparto dedicato alle famiglie ed i dati del primo trimestre 2007 sono in linea con quelli dello scorso anno.

L'evoluzione del mercato dei mutui negli ultimi 10 anni

Il mercato dei mutui residenziali anche nei principali Paesi mondiali ha conosciuto un'espansione molto pronunciata negli ultimi 10 anni. I tassi di crescita nella maggior parte dei Paesi europei e negli Stati Uniti nell'ultimo anno sono stati quasi ovunque superiori al 10%.

IL MERCATO DEI MUTUI RESIDENZIALI IN EUROPA - Giugno 2006

Paesi	Valore del mercato dei mutui residenziali	Tasso di crescita	Valore mutui residenziali /PIL	Valore mutuo pro-capite	Dimensione del mercato rispetto al totale EU 15	Tasso di crescita dei prezzi ¹	Tasso di crescita dei prezzi delle abitazioni periodo 1997-2006
	<i>milioni di euro</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>euro</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>
Belgio	98.060	11,9	32,9	9.387	1,9	11,8	118
Danimarca	195.762	12,3	94,0	36.176	3,8	23,3	115
Germania	1.162.588	0,5	51,7	14.092	22,8	0,7	-
Grecia	45.420	33,4	25,1	4.101	0,9	-	-
Spagna	475.571	23,6	52,6	11.050	9,3	10,8	173
Francia	503.600	16,5	29,4	8.316	9,9	11,1	137
Irlanda	98.956	28,5	61,7	24.082	1,9	10,6	253
Italia	243.622	18,1	17,2	4.167	4,8	6,2	92
Lussemburgo	10.006	13,7	34,1	21.991	0,2	-	-
Paesi Bassi	487.322	11,9	97,1	29.887	9,6	6,2	97
Austria	53.815	11,9	21,9	6.558	1,1	-	-
Portogallo	79.452	11,7	53,9	7.546	1,6	-	-
Finlandia	65.946	13,5	42,5	12.593	1,3	-	-
Svezia	159.025	9,3	55,2	17.647	3,1	10,5	124
Regno Unito	1.414.386	9,5	80,0	23.560	27,8	10,2	196
Totale EU 15	5.093.531	10,4	48,9	13.011	100,0		
Totale EU 25	5.138.835	10,7	47,5	11.184	-	-	-
Stati Uniti	7.144.201	13,8	71,2	24.102	-	5,3	102

¹ tasso di aumento per l'anno 2006 rispetto al 2005

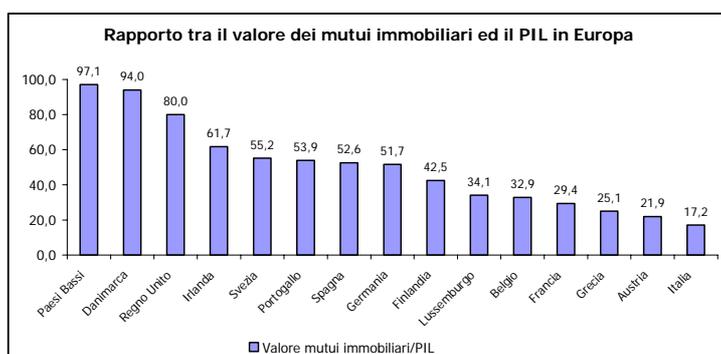
Fonte: European Mortgage Federation, US Federal Reserve, Eurostat, The Economist

Da sottolineare, però, che nonostante i tassi di incremento record sperimentati in Italia, **il nostro mercato rimane di dimensioni limitate rispetto ad alcune realtà europee.**

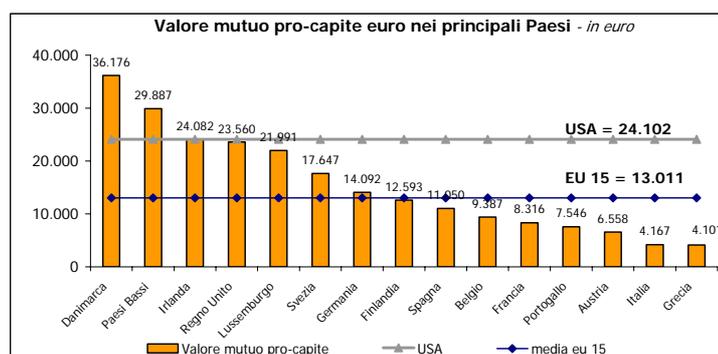
Il nostro Paese pesa circa il 5% sul mercato dei mutui europeo, molto poco se confrontato al 27,8% del Regno Unito, al 22,8% della Germania, al 10% della Francia, al 9% della Spagna e dei Paesi Bassi.

Altri due dati possono servire per comprendere quanto sia limitato l'indebitamento italiano rispetto all'estero: in Italia il valore dei mutui immobiliari rispetto al PIL è pari al 17,2%. In altri Paesi nostri partner i valori di questo indicatore sono assai più alti: nei Paesi Bassi questo rapporto è del 97,1%, in Danimarca del 94%, in Inghilterra dell'80%, in Irlanda del 61,7%, in Germania e in Spagna del 52% circa.

Un'altra importante differenza riguarda il debito pro-capite: in Italia è pari a 4.167 euro, un terzo di quello medio europeo, un nono di quello olandese, un sesto di quello statunitense, di quello inglese e di quello irlandese, tutti Paesi che presentano un indebitamento molto superiore al nostro.



Elaborazione Ance su dati: European Mortgage Federation, Eurostat



Elaborazione Ance su dati European Mortgage Federation, US Federal Reserve, Eurostat

Non solo è diverso il grado di indebitamento tra i Paesi, ma è anche differente la sua distribuzione tra le famiglie.

Confrontando l'indebitamento tra i diversi percentili di reddito delle famiglie italiane e di quelle statunitensi, risulta chiaro che le classi più deboli americane sono di gran lunga più indebitate di quelle italiane.

Il 14% circa delle famiglie appartenenti ai primi venti percentili di reddito hanno contratto un mutuo per l'acquisto di una abitazione, mentre in Italia solo il 3,3% è indebitata. Più si sale nelle classi di reddito, maggiore diventa la differenza tra i due Paesi.

Distribuzione del debito ipotecario delle famiglie in Italia e negli Stati Uniti per percentile di reddito

	Italia	Stati Uniti
<i>anno</i>	<i>2004</i>	<i>2001</i>
inferiore a 20	3,3	13,8
20-39,9	7,8	27,0
40-59,9	10,8	44,4
60-79,9	14,5	61,8
80-89,9	22,2	76,9
90-100	23,4	75,4

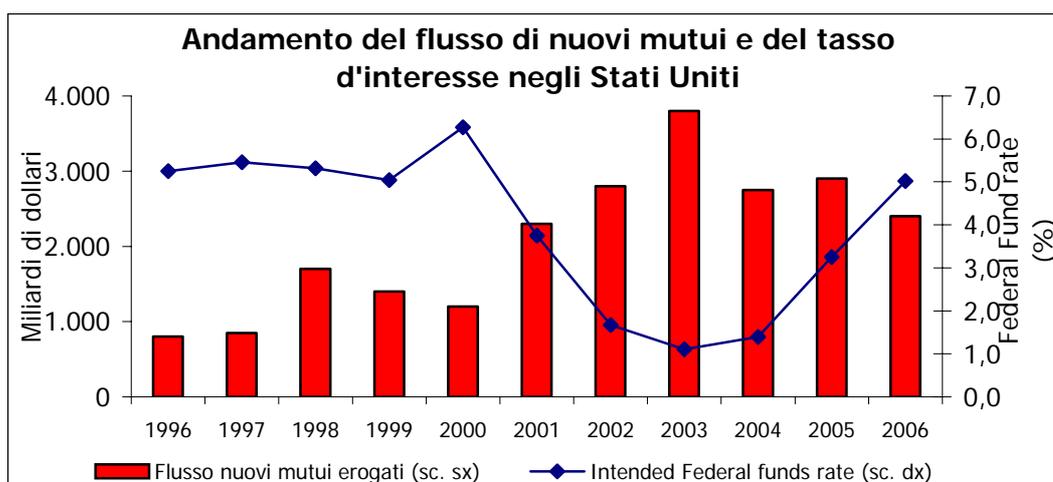
Fonte: Elaborazioni Ance su dati Banca d'Italia, Federal Reserve Board Survey Finances

Le differenze esistenti tra gli Stati Uniti e l'Italia

Caratteristiche della crescita negli Stati Uniti e alcune riflessioni sulla crisi in atto

Uno dei fattori determinanti della crescita del mercato statunitense è senza dubbio da rintracciare nella politica monetaria espansiva intrapresa dalla Federal Reserve dal 2001 in poi. Il tasso d'interesse ha raggiunto livelli molto bassi: basti pensare che dal giugno 2003 al giugno 2004, il tasso di sconto americano è stato pari all'1%.

Come si evince dal grafico, il flusso di mutui erogati in questo periodo ha compiuto un'accelerazione: solo nel 2003 sono stati sottoscritti prestiti per quasi 4.000 miliardi di dollari (il 35% in più rispetto all'anno precedente).



Elaborazione Ance su dati Federal Reserve, Mortgage Bankers Association e Department for Housing and Urban Development

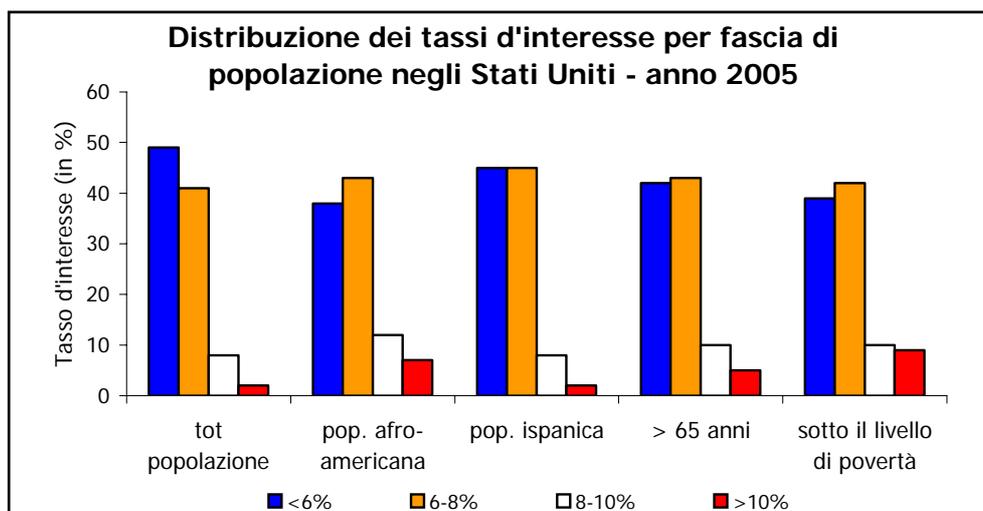
La Mortgage Bankers Association³ ha calcolato che l'80% dei mutui in essere nel 2005 è stato finanziato nei tre anni precedenti (periodo 2002-2005).

Questa forte accelerazione è stata accompagnata da cambiamenti sostanziali nelle strategie di erogazione dei mutui sia da parte delle banche che degli altri intermediari finanziari.

Tassi così bassi hanno permesso a fasce di popolazione prima escluse di accedere ad un finanziamento per l'acquisto della casa. E' in questi anni che si sviluppa quel segmento chiamato *non-prime*⁴ *mortgage*, ovvero quei mutui emessi a favore di controparti più rischiose perché non in possesso dei normali requisiti di bancabilità. Oggi questa fascia di mercato pesa circa il 17% del totale e sono quasi tutti di recente erogazione: è stato calcolato che oltre il 75% dei mutui *subprime* in essere al 2005 sono stati emessi nel triennio 2003-2005 (il 35% del totale nel solo 2005).

I termini contrattuali dei mutui *subprime* prevedono un tasso d'interesse che incorpora uno *spread* significativo rispetto ai mutui migliori (*prime mortgages*) e clausole a volte penalizzanti per il cliente.

Inoltre, la maggior parte di questi mutui è stata stipulata a tasso variabile⁵ (*Adjustable Rate Mortgages* (ARMs)) ed il tasso d'interesse applicato è superiore di parecchi punti percentuali a quello medio di mercato.



Fonte: American Housing Survey - 2005

³ Mortgage Bankers Association - National Delinquency Survey Origination Year Supplement - January 2007.

⁴ Il mercato dei mutui americano può essere distinto idealmente in tre fasce: il segmento *prime*, il migliore, formato dalla clientela più affidabile. Gli *Alternative A* (Alt-A), mutui di qualità inferiore ai precedenti perché hanno una o più caratteristiche non standard rispetto al mutuatario, alla tipologia di finanziamento o alla garanzia. Infine ci sono i *subprime loans*, sottoscritti da clienti che presentano una o più delle seguenti caratteristiche: un passato creditizio caratterizzato da ritardati pagamenti e default; un basso score creditizio; alto livello di indebitamento rispetto al reddito disponibile. Le ultime due categorie di mutui sono dette *non-prime* (fonte: International Monetary Fund - Global Financial Stability Report: Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies - September 2007).

⁵ Il National Delinquency Survey riporta che nel periodo 2003-2005 i mutui a tasso variabile (ARM) negli Stati Uniti sono aumentati dal 18 al 25%. Questo aumento non è stato omogeneo tra le diverse tipologie: i mutui *prime* a tasso variabile sono aumentati dal 18 al 20%, quelli *subprime* dal 45 al 59%.

Per la fascia al di sotto della soglia di povertà, nel 2005 circa il 20% dei mutui presenta un tasso d'interesse al di sopra dell'8% e di questi circa la metà al di sopra del 10%⁶.

Inoltre, il valore dei prestiti rispetto al valore dell'immobile sottostante (*Loan To Value* (LTV)) è cresciuto negli ultimi anni oltre i livelli considerati normali⁷.

Questa strategia aggressiva delle banche è stata accompagnata da un nuovo modello di business chiamato "origina e distribuisci", ovvero erogare mutui e compiere, successivamente, operazioni di cartolarizzazione, vale a dire di cessione sul mercato di pacchetti di mutui sotto forma di titoli derivati (i cosiddetti *Asset-Backed Security* (ABS)).

Queste operazioni hanno consentito alle banche di liberare risorse, perché i mutui che avevano nell'attivo sono stati venduti sul mercato, con una smobilitazione del capitale che prima doveva essere accantonato come riserva. La banca, in questi casi, rinuncia a parte dei guadagni sui prestiti, perché deve pagare un tasso d'interesse sui titoli emessi, ma da una parte si può impegnare in altri prestiti e contemporaneamente ottenere quello che tecnicamente si chiama "trasferimento del rischio di credito".

A determinate condizioni, queste operazioni sono benefiche per il mercato, perché consente di "spalmare" il rischio di insolvenza sui mutui su di una platea più grande, riducendo l'esposizione del singolo operatore.

Qualcosa, però, non ha funzionato. La cartolarizzazione ha spinto le banche a diminuire il monitoraggio sul comportamento delle controparti e la selezione della clientela, concedendo, di fatto, prestiti anche a creditori di bassa qualità, nella convinzione che tali crediti sarebbero stati a breve cartolarizzati.

Nonostante i titoli ABS emessi dalle banche siano stati accompagnati sempre da un rating specifico da parte di Agenzie specializzate, questi giudizi, come ha evidenziato il Fondo Monetario Internazionale, sono stati spesso molto ottimistici rispetto al reale rischio sottostante, dal momento che i modelli di analisi non erano testati su serie storiche sufficientemente lunghe, essendo questi prodotti finanziari relativamente nuovi.

Un altro aspetto di rischio non secondario del mercato americano è dato dalla possibilità di effettuare l'*Home Equity Withdrawing* (o *mortgage equity withdrawal*), ovvero sottoscrivere crediti mediante i quali è possibile trarre liquidità dal valore delle abitazioni per finanziare consumi o acquisti di altre attività.

In altre parole, le famiglie estraggono liquidità dagli immobili quando l'indebitamento attuale eccede il prezzo iniziale degli immobili. Si può ipotizzare, per esempio, il caso di un soggetto che compra una casa ad un certo prezzo e sottoscrive un mutuo per un determinato importo. Se il valore dell'immobile aumenta, in alcuni Paesi è possibile rifinanziare il mutuo, chiedendo liquidità

⁶ E' bene ricordare che il tasso di interesse Fed nel 2005 era mediamente al 3,25%.

⁷ Il Federal Housing Finance Board ha calcolato che nel 2005 il 74% dei prestiti erogati nell'anno aveva un LTV superiore al 70% e, di questi, il 23% oltre l'80%.

aggiuntiva. Oppure è possibile chiedere un credito ipotecario mettendo come garanzia l'immobile.

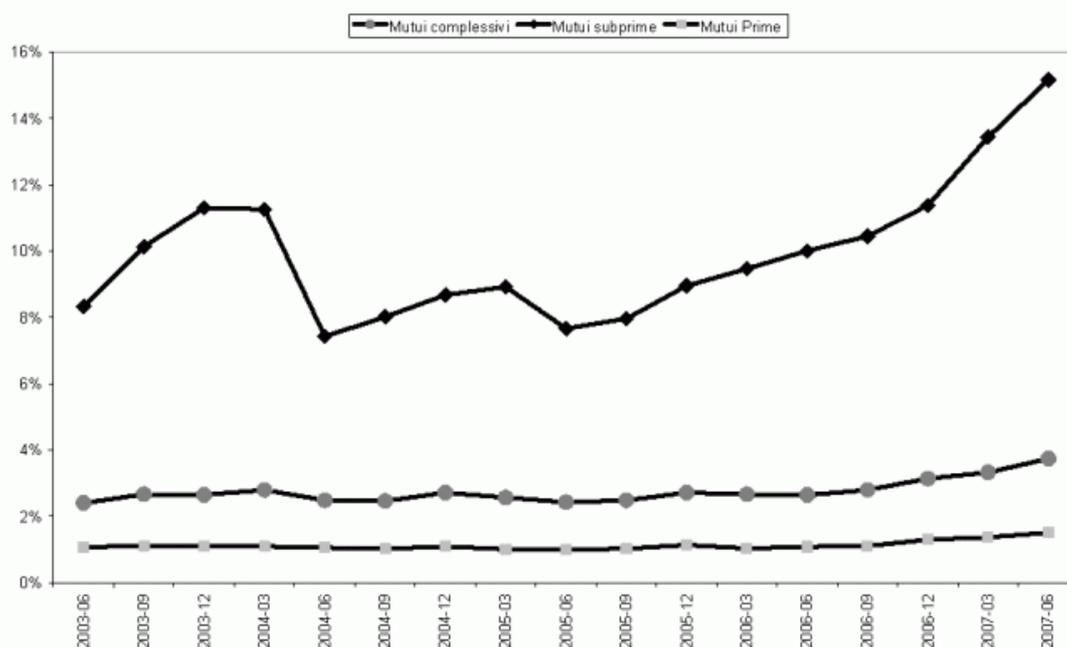
Negli ultimi anni questo fenomeno ha avuto un ruolo significativo nel sospingere i consumi in diversi Paesi, in particolare Stati Uniti, Regno Unito, Paesi Bassi, Australia, Irlanda. Il capitale monetizzato può essere utilizzato per diversi scopi: spesa per consumi di beni durevoli o non durevoli e servizi, rimborso di debiti di altro tipo, acquisizione di nuove attività (azioni, depositi bancari).

Anche questa pratica si è rivelata molto pericolosa, perché come il ciclo immobiliare ha cominciato a rallentare ed i tassi d'interesse sono iniziati a crescere, tutti i forti rischi a cui ci si era esposti hanno cominciato a materializzarsi.

Un fattore scatenante della crisi senza dubbio sono stati i 17 aumenti consecutivi da parte della Federal Reserve del tasso di sconto, passato dall'1% del giugno 2003 al 5,25% del giugno 2006, vale a dire più di 4 punti percentuali in 3 anni.

I clienti *subprime*, che nella maggior parte dei casi sono quelli meno abbienti, hanno sofferto di più, con un tasso di default molto più elevato della media di mercato.

L'andamento delle sofferenze negli Stati Uniti



Fonte: Elaborazioni CRIF su dati Mortgage Bankers Association

Ma il sistema è andato in crisi anche perché le società di rating hanno iniziato a rivedere in negativo i propri giudizi sui titoli ABS⁸ provenienti dalla cartolarizza-

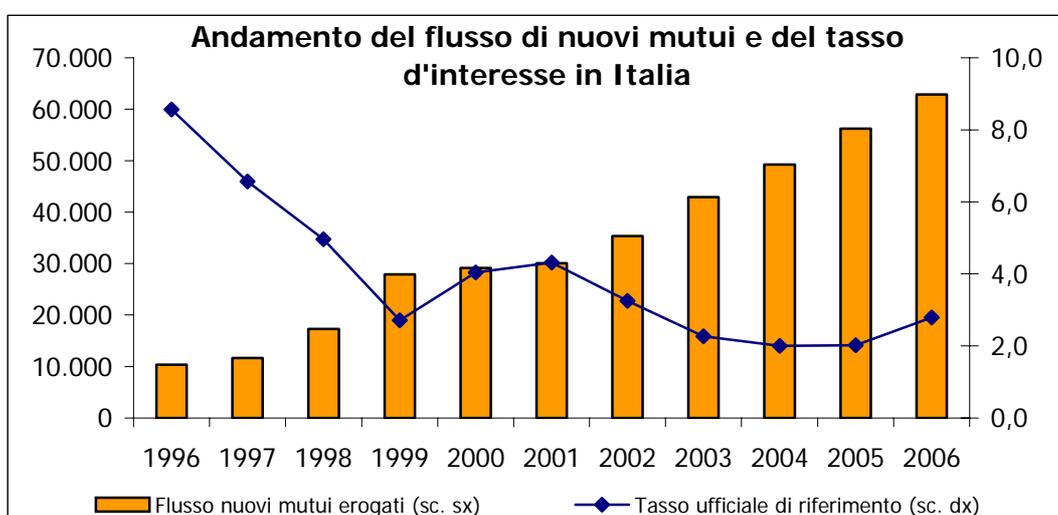
⁸ Una conseguenza di questi downgrade operati dalle società di rating è che alcuni ABS sono di fatto diventati illiquidi perché non c'erano più compratori disposti ad acquistarli al loro prezzo di mercato. Anche sulla fissazione del prezzo di questi titoli (*mark to market*) vi sono alcune ombre, perché non è stato il mercato a stabilirlo, ma è il risultato di valutazioni soggettive derivanti da complicati modelli algebrici.

zione dei mutui *subprime* nel momento in cui i tassi d'insolvenza sono cominciati a salire e quando alcune società del settore e fondi d'investimento sono falliti.

L'insieme di questi fattori di debolezza ed il panico che si è diffuso sui mercati ha fatto sì che la credibilità di tutto il sistema venisse minata, con un effetto domino che dal mercato immobiliare si è diffuso a quello finanziario, amplificando notevolmente gli effetti.

La dinamica di crescita del mercato italiano

Come si è detto in precedenza, il mercato dei mutui in Italia ha avuto una dinamica di crescita molto sostenuta negli ultimi dieci anni, ma con caratteristiche differenti da quelle americane.

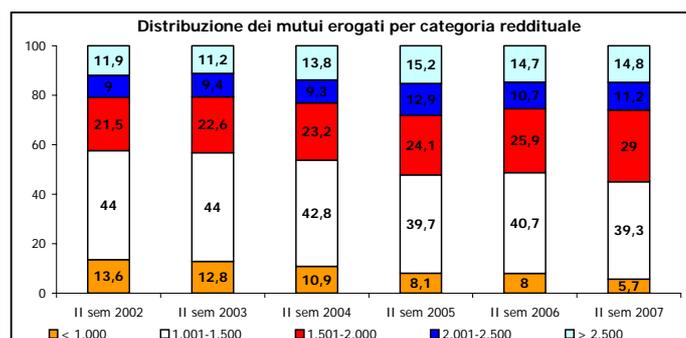
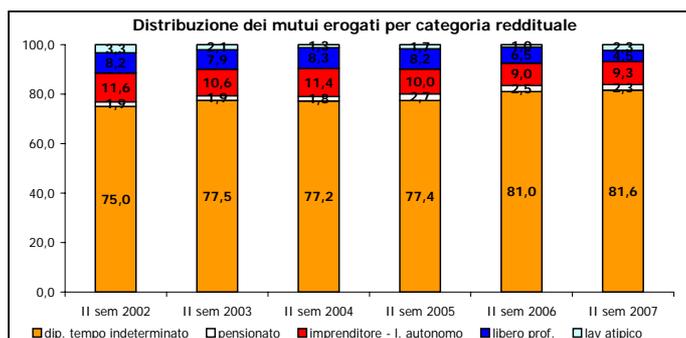


Elaborazione Ance su dati BCE e Banca d'Italia

Anche nel nostro Paese si è potuto sfruttare l'abbassamento dei tassi d'interesse, ma il comportamento delle banche italiane è stato fin troppo "conservativo".

I prestiti alle controparti rischiose, che in Italia potremmo far coincidere con la figura dei lavoratori atipici, pesa molto poco rispetto al totale dei prestiti.

Secondo Mutuonline, i mutui concessi a questo tipo di clientela rappresentano il 2,3% del totale erogato nel secondo semestre 2007, leggermente in crescita rispetto al passato. I prestiti concessi alla fascia popolazione meno abbiente, vale a dire con reddito mensile inferiore a 1.000 euro, sono il 5,8%.



Fonte: Mutuonline - settembre 2007

Inoltre, al momento dell'erogazione, si è sempre seguita la regola che la rata non può eccedere il 30% del reddito disponibile. Nel caso di lavoratori atipici, poi, gli istituti di credito richiedono sempre che vi sia un garante.

Un'altra caratteristica che ci divide da tutti gli altri mercati è il livello del *Loan To Value*: secondo Mutuonline i prestiti con un LTV superiore al 70% rappresentano il 35,5% del mercato, molto inferiore rispetto a quello medio americano, pari al 74%.

Nella tabella a fianco, si è riportato il LTV medio nei principali Paesi europei: è facile constatare come i valori di quasi tutti i Paesi siano di gran lunga più elevati del nostro.

ALCUNE CARATTERISTICHE DEL MERCATO DEI MUTUI RESIDENZIALI IN EUROPA

Paesi	Stima del LTV medio per i nuovi mutui	Regolamentazione relativa al massimo LTV concedibile	Possibilità di usufruire del Home equity withdrawing
	%	%	%
Belgio	80-85	no	no
Danimarca	80	80,0	si
Germania	70	60,0 ²	-
Grecia	70-80	no	si, ma poco usati
Spagna	80	80,0 ²	si, ma poco usati
Francia	-	60,0	non usati
Irlanda	60-70	no	si, ma in casi speciali
Italia	n.d.	80,0 ³	non usati
Lussemburgo	80	no	non usati
Paesi Bassi	112	no	si
Austria	60	80,0	-
Portogallo	70-80	no	-
Finlandia	75-80	no	si
Svezia	80-90	no	si
Regno Unito	70	-	si

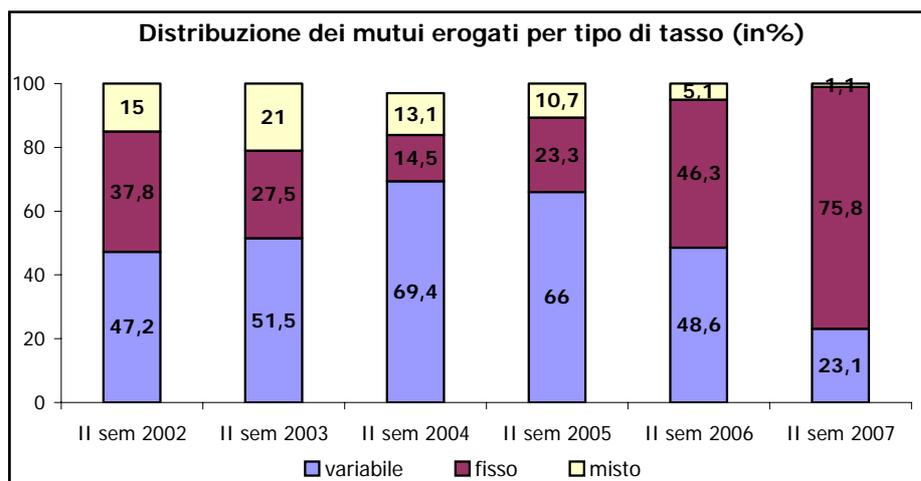
¹ LTV: Loan to Value: rapporto tra valore del prestito e valore dell'asset.

² per i prestiti cartolarizzati.

³ 100% se supportati da garanzie assicurative aggiuntive.

Fonte: BCE (2003)

Bisogna dare atto alle banche di aver dimostrato negli ultimi tempi una certa

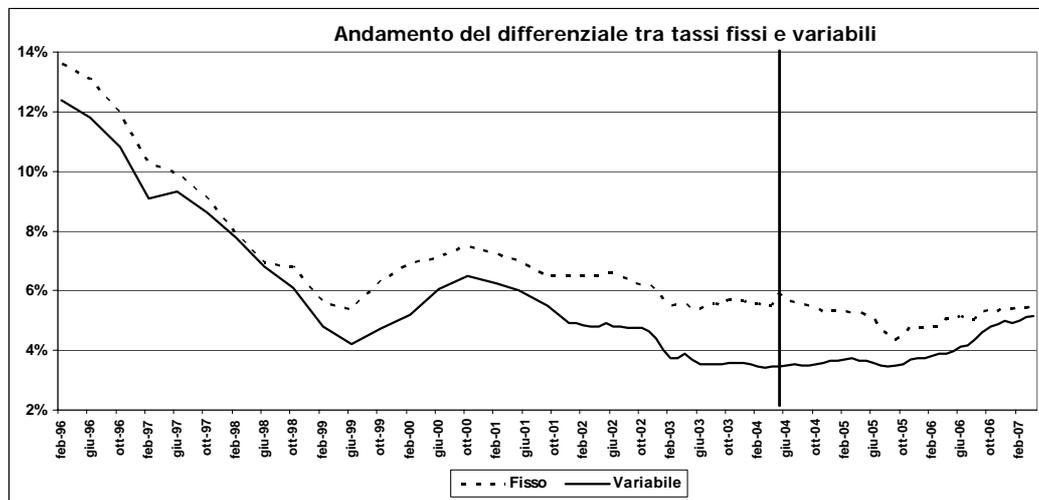


Fonte: Mutuonline - settembre 2007

incontrastato fino al secondo semestre 2004, rappresentando il 70% circa del mercato. Con gli aumenti del Tasso Ufficiale di Riferimento da parte della BCE, i clienti hanno cominciato a richiedere il tasso fisso sempre più insistentemente ed oggi i rapporti si sono invertiti: i mutui erogati nel secondo semestre 2007 sono per il 75,8% a tasso fisso e per il 23,1% a tasso variabile; contemporaneamente, il misto è sparito.

flessibilità rispetto ai cambiamenti del mercato: all'aumentare dei tassi d'interesse, la preferenza dei clienti è cambiata nettamente. Il tasso variabile è stato protagonista

Nel confronto con i maggiori Paesi europei, i tassi italiani risultano ancora tra i più elevati. Su questa differenza di sicuro pesa il fatto che in Italia le procedure di pignoramento sono molto lunghe e questo rappresenta un rischio per le banche.



Fonte: Mutuonline (maggio 2007)

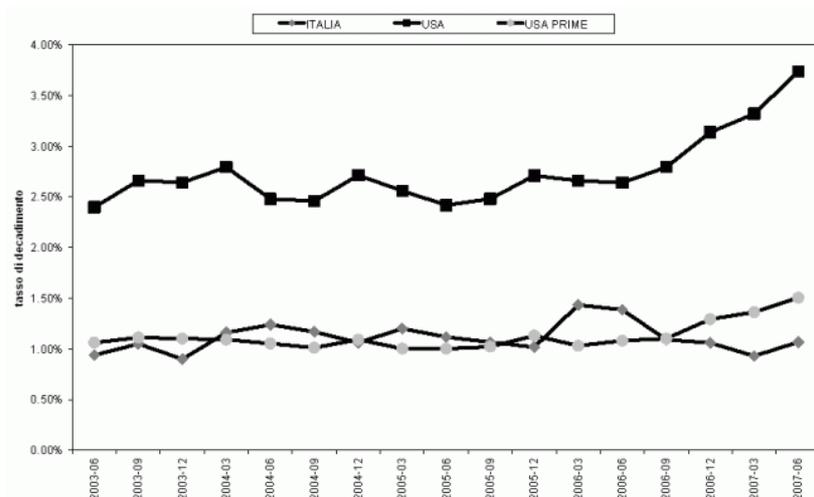
Ma l'introduzione dei *covered bond* anche nel nostro Paese, ovvero obbligazioni garantite da un patrimonio segregato dedicato, a detta anche della Banca d'Italia, potrà consentire agli istituti di credito nazionali di recuperare efficienza nella loro fase di finanziamento. Sono quindi ipotizzabili dei miglioramenti per la clientela, in termini di abbassamento dei costi, in modo da controbilanciare gli effetti dell'aumento del tasso di riferimento, con ovvie conseguenze positive sul mercato immobiliare.

Per quanto riguarda le scadenze, invece, si registra un ulteriore sbilanciamento verso periodi di ammortamento sempre più lunghi. Il 36,6% dei prestiti ha una scadenza compresa tra i 30 ed i 40 anni (dodici mesi fa le stesse scadenze costituivano il 27,1% del totale), mentre quelli a 25 anni rappresentano il 15,9% del mercato.

L'importo medio del mutuo erogato continua a crescere, arrivando a 128.549 euro (+4% circa rispetto a 12 mesi fa).

Ad una crescita così sostenuta dei prestiti ipotecari e a un sensibile cambiamento delle condizioni di mercato (il TUR è aumentato dal 2003 ad oggi dal 2 al 4%), le sofferenze in Italia sono rimaste stabili, al livello dell'1%.

Il Livello delle sofferenze in Italia e negli Stati Uniti



Elaborazione CRIF su dati Mortgage Bankers Association e Crif

La stessa cosa non si può dire per gli Stati Uniti: il tasso medio di sofferenze sui mutui prime è rimasto stabile all'1%, mentre quello sui subprime è salito a circa il 15%, con una brusca accelerazione negli ultimi sei mesi. E' da notare, però, che dal 2003 ad oggi il tasso di sconto americano è cresciuto di ben 4 punti percentuali.

Il risultato principale di questo confronto è che **la rischiosità sistemica del mercato nazionale è molto minore rispetto a quella americana** come ha sottolineato recentemente sia il Fondo Monetario Internazionale che la Banca d'Italia.

Per questa ragione appare completamente ingiustificato un cambiamento dei criteri accesso al credito da parte delle banche. Eppure gli operatori riferiscono di crescenti difficoltà per le famiglie e per le imprese nella sottoscrizione di nuovi mutui e la BCE conferma un simile atteggiamento da parte delle banche di tutta Europa.

Il pericolo è che si venga ad avere un razionamento del credito con gravi effetti reali per imprese ed operatori.