

23 maggio 2022

Il Sole **24 ORE**

IL RAFFREDDAMENTO DELL'IMMOBILIARE USA E I RISCHI PER WALL STREET

di Marcello Minenna

Insieme all'arretramento delle cripto-valute e dei listini azionari, il 2022 potrebbe sancire anche l'avvio di una correzione dei mercati immobiliari globali dopo un periodo di forte espansione. I primi segnali sono arrivati già nell'ultima parte del 2021 col default del gigante del *real estate* cinese Evergrande e il contagio di altri *big* domestici (appena due settimane fa è stata la volta di Sunac che ha fatto default sul pagamento degli interessi relativi a un'obbligazione in dollari). Adesso però l'immobiliare comincia a vacillare anche in molte altre economie. Lasciando da parte il Canada – patria di un boom immobiliare pluridecennale – lo sguardo degli analisti sta volgendo ora al mercato statunitense, viste le dimensioni e visti anche i precedenti storici.

Un decennio di crescita ininterrotta

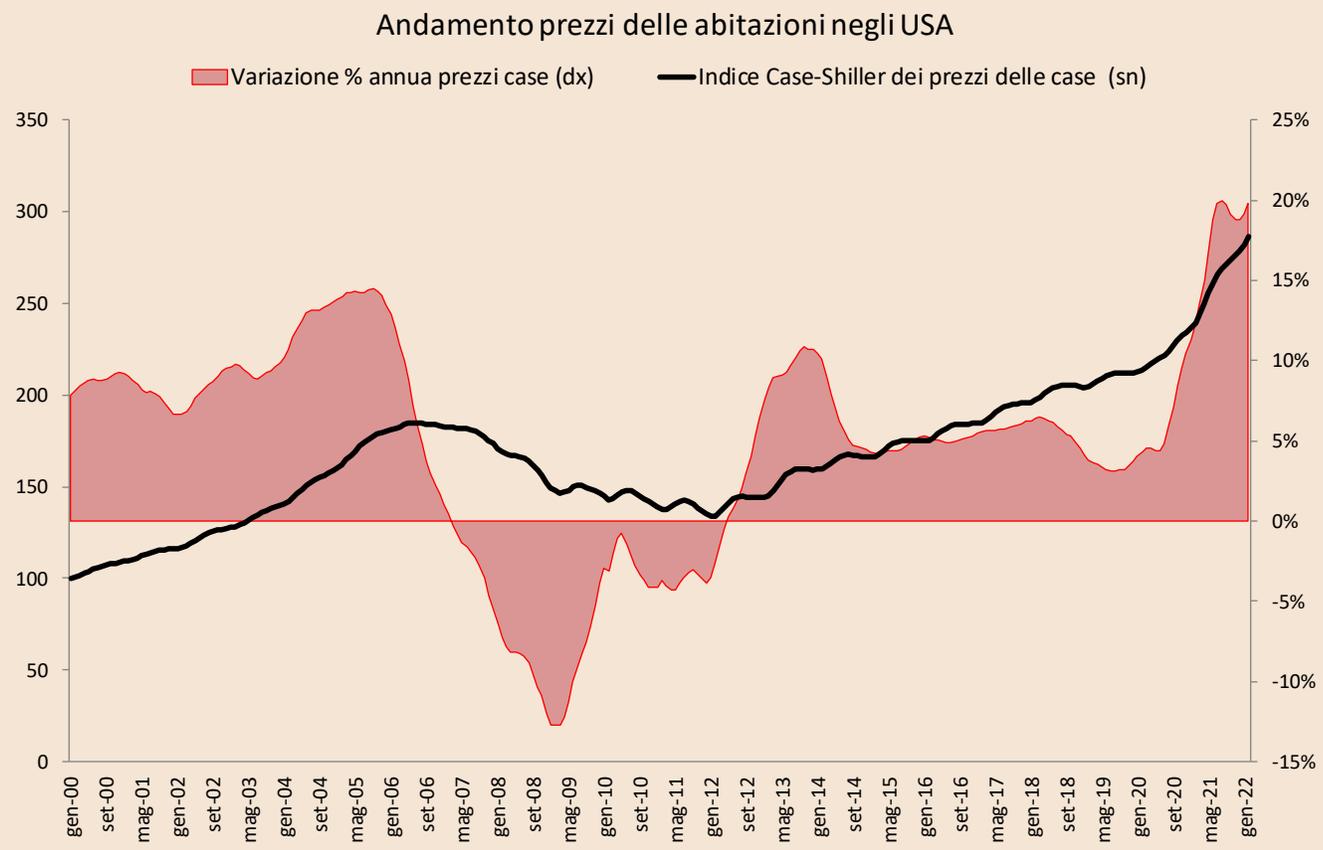
Dopo il crash del 2006-2007 che aveva innescato la crisi dei mutui *sub-prime* e – attraverso la finanza strutturata tossica – era sfociato nella crisi finanziaria globale, il settore immobiliare USA ha vissuto un inverno di diversi anni. Nel 2012 è però iniziata una decisa ripresa che è proseguita per un decennio e che continua tuttora, certificata dalla crescita incessante dei prezzi delle abitazioni. Ad aprile 2022 (ultimo dato disponibile) il prezzo mediano di vendita delle case esistenti ha superato i \$ 391.000, equivalente a un aumento del 60% rispetto a cinque anni fa.

A galvanizzare il mercato, nel biennio “pandemico” 2020-2021, sono stati soprattutto gli eccezionali stimoli fiscali e monetari all'economia peraltro in una fase di relativa scarsità dell'offerta. In più, la domanda è stata sostenuta anche

dall'ingresso di un numero crescente di investitori istituzionali attirati dalla prospettiva di realizzare laute plusvalenze o di addebitare affitti più elevati (anche questi alle stelle). Secondo la società d'intermediazione immobiliare *Redfin*, nell'ultimo trimestre 2021 il 18,4% di tutte le case vendute negli Stati Uniti è stato acquistato con finalità d'investimento, in netto aumento rispetto al 12,6% di un anno prima.

Questo insieme di fattori ha trasformato la ripresa del mercato in autentica euforia (cfr. Figura 1). Basti pensare che i tassi di crescita annui dei prezzi delle abitazioni hanno raggiunto picchi del 20%, ben oltre i massimi del 14% registrati durante la bolla immobiliare dei primi anni 2000.

Figura 1



Fonte: Bloomberg

Esuperanza anomala

I prezzi delle case sono altissimi anche in termini reali, ossia al netto dell'inflazione. A fine marzo, la *Federal Reserve* di Dallas ha ammesso una crescente preoccupazione per un nuovo disancoraggio dei prezzi rispetto ai fondamentali. In particolare, pur dichiarando che il quadro attuale è diverso da quello che aveva preceduto la crisi finanziaria internazionale, il braccio texano della FED riporta come le sue analisi statistiche indichino un'esuberanza anomala nei prezzi reali delle abitazioni in ognuno degli ultimi cinque trimestri di osservazione. In altri termini, da più di un anno i prezzi reali delle case stanno percorrendo un sentiero di crescita esplosivo, che potrebbe sfociare in una correzione o persino in un collasso del mercato.

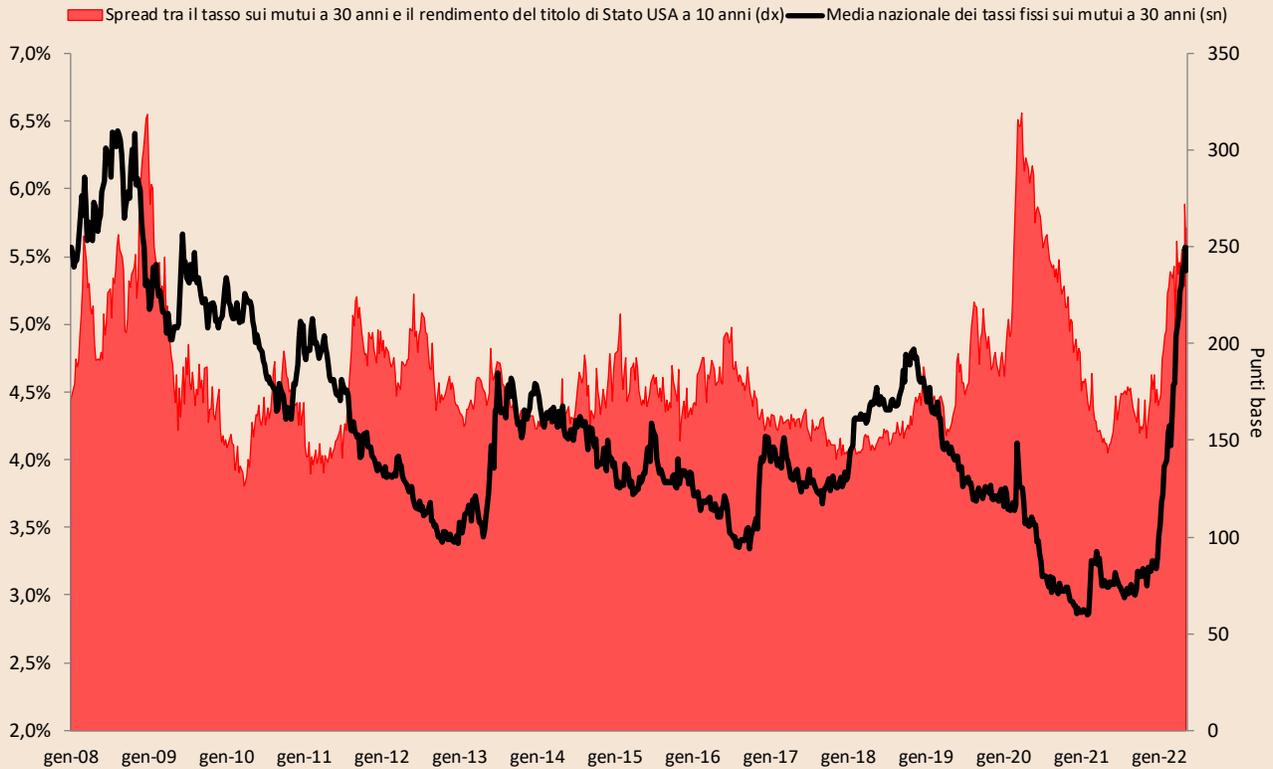
Per ora la maggioranza degli esperti ritiene poco probabile una simile evenienza ma l'attenzione resta alta anche perché adesso i prezzi record raggiunti dalle abitazioni devono fare i conti con l'aumento del costo del denaro. Quest'anno, infatti, la banca centrale USA ha già alzato i tassi d'interesse di riferimento di 75 punti base e ulteriori rialzi sono attesi in ognuno dei cinque *meeting* del suo Comitato Monetario previsti da qui a dicembre. Inoltre, almeno per i prossimi due *meeting*, l'aumento dovrebbe essere di 50 punti base alla volta (Powell non ha del tutto escluso neppure rialzi-*monstre* da 75 punti base), il che significa che entro fine 2022 il tasso di riferimento della FED potrebbe arrivare al 2,5% o oltre.

L'impennata dei tassi sui mutui

L'adeguamento dei tassi applicati ai mutui immobiliari non si è fatto attendere. Sulla scadenza trentennale – tra le più comuni quando si tratta di prestiti accesi per finanziare l'acquisto di una casa – il tasso applicato ora gira intorno al 5,5%, un valore che non si toccava dall'agosto 2009 (cfr. Figura 2) e che corrisponde a un incremento di 220 punti base rispetto a inizio anno. In parallelo, il differenziale tra il tasso sui mutui trentennali e il rendimento sui titoli di Stato a 10 anni è arrivato a 259 punti base, nettamente sopra il *range* di oscillazione fisiologico di 150-200 punti base.

Figura 2

USA: tassi sui mutui ipotecari e confronto coi *Treasuries*



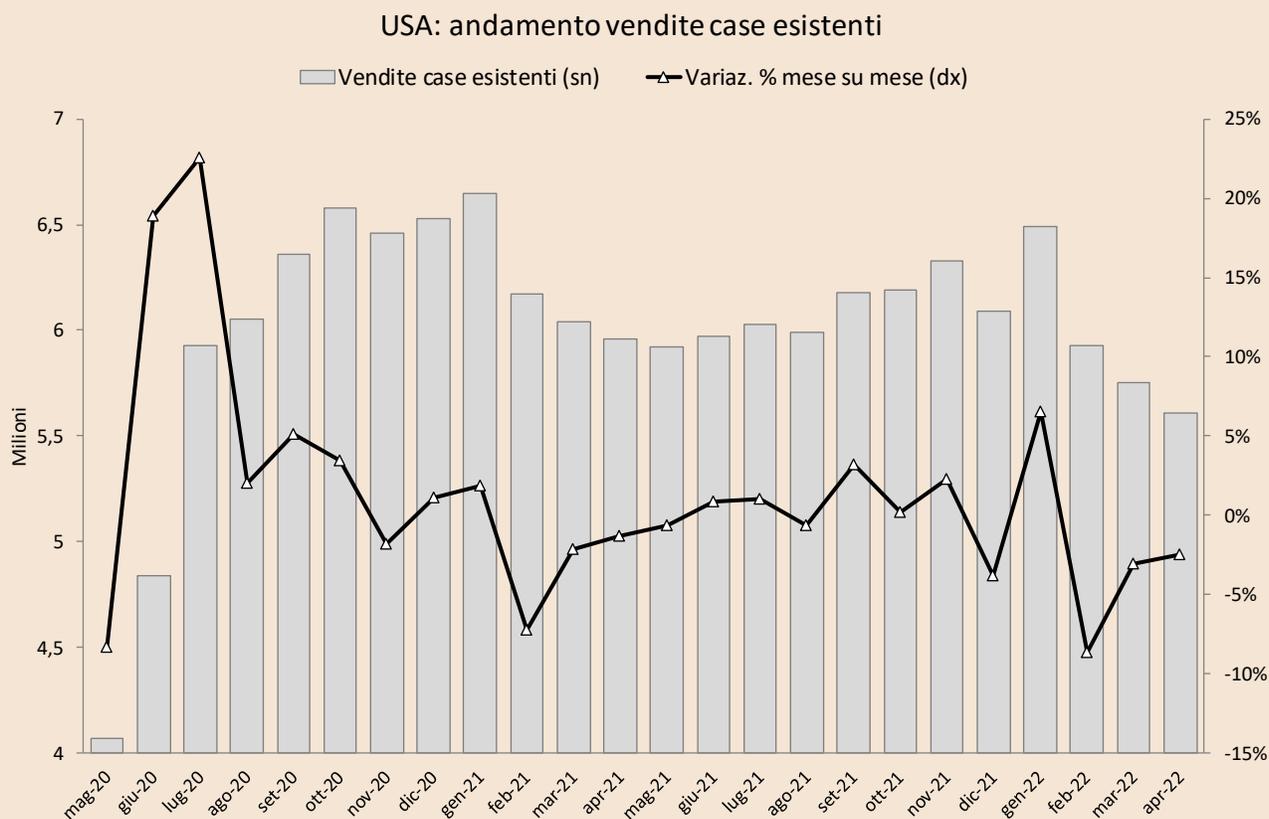
Fonte: Bloomberg

Il balzo all'insù dei tassi sui mutui in una fase di prezzi molto elevati ha fatto precipitare la possibilità di comprare casa per le famiglie americane. Secondo *Fannie Mae*, una delle principali *Government-Sponsored Enterprises* (o GSEs, le agenzie federali di servizi finanziari che catalizzano una larga fetta del business dei mutui immobiliari negli Stati Uniti), ad aprile 2022 il sentimento di fiducia dei consumatori nei confronti dell'edilizia abitativa è sceso al livello più basso da maggio 2020, quando imperversava la pandemia. Un'ulteriore conferma viene dall'indice di sostenibilità dei mutui elaborato dall'Associazione Nazionale degli Agenti Immobiliari (NAR) che misura se una famiglia tipica potrebbe o meno accedere a un mutuo ipotecario su una casa. A marzo 2022 questo indice è risultato pari a 124, in calo di quasi il 30% su base annua. Un valore così basso non si vedeva dal 2008, l'anno del default di Lehman Brothers.

Primi segnali di raffreddamento del mercato

I primi effetti del più restrittivo contesto finanziario indotto dalla politica monetaria della FED si stanno già facendo sentire. Ad aprile le vendite di case esistenti – che rappresentano la fetta predominante del mercato degli immobili residenziali – sono scese del 2,4% su base mensile attestandosi a 5,61 milioni di unità in termini annualizzati, il numero più basso da giugno 2020 (cfr. Figura 3). Peraltro aprile è stato il terzo mese consecutivo di flessione, dopo che a febbraio e a marzo si era registrato un calo rispettivamente dell'8,6% e del 3% sempre su base mensile.

Figura 3



Fonte: US Census Bureau

Calano anche le vendite di nuove abitazioni: a marzo il numero di unità vendute in termini annualizzati è stato di 763.000, pari al -8,6% su base mensile. Anche in questo caso si tratta del terzo dato negativo di fila. Al momento le vendite,

specie per le case esistenti, sono ancora su livelli più alti di quelli pre-Covid, ma ci sono anche altri segnali di raffreddamento del mercato. Ad esempio, negli ultimi tempi tra gli acquirenti è aumentata l'incidenza dei c.d. *cash-buyers* (cioè chi compra casa attingendo alle proprie disponibilità liquide) e le vendite si sono concentrate nella fascia di prezzo più alta del mercato. Queste evidenze sono coerenti col recente declino delle richieste di mutuo per comprare casa e indicano che il bacino della domanda si sta restringendo ai soggetti in buone condizioni finanziarie. Per ora, complice la scarsità dell'offerta, i prezzi restano altissimi ma le dinamiche di mercato si stanno indirizzando verso un progressivo riassorbimento dell'eccesso di domanda. Secondo alcuni esperti, a livello nazionale quest'anno la crescita dei prezzi sarà nulla e in alcune città come Phoenix, dove le case sono particolarmente sopravvalutate, i prezzi potrebbero scendere sino al 10% rispetto al 2021.

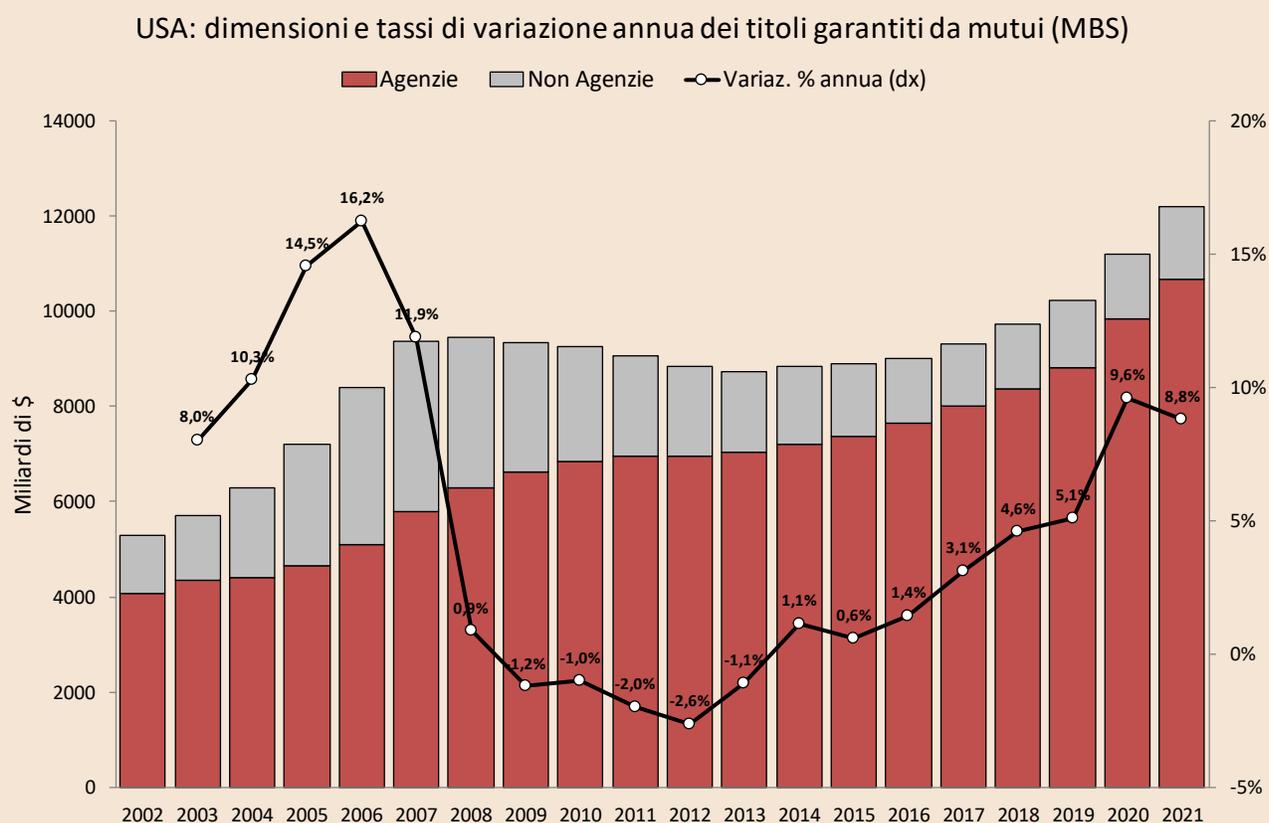
Rispetto al 2006-2007, quando scoppiò la precedente bolla immobiliare, oggi l'economia americana ha anticorpi più robusti. Gli standard di erogazione del credito sono diventati più rigidi (anche se, di fatto, sono rimaste aperte diverse opzioni di finanziamento per chi ha un basso merito di credito, c.d. debitori *non-prime*), la quota dei mutui ipotecari a tasso variabile sul totale è relativamente bassa (anche se in rapida ascesa negli ultimi mesi) e le banche sono più capitalizzate.

I rischi di contagio per Wall Street

Cionondimeno, il potenziale *disruptive* di una crisi del settore immobiliare non va sottovalutato. L'evidenza storica insegna che l'investimento residenziale è un importantissimo segnale di allerta precoce di una recessione imminente. Così è stato alla vigilia della crisi finanziaria globale, come pure nella maggior parte delle altre recessioni verificatesi negli Stati Uniti dal secondo dopoguerra in poi. Tanto più che – stante il forte grado di finanziarizzazione delle economie contemporanee – i rischi di contagio dall'economia reale ai mercati finanziari sono strutturalmente elevati.

Negli USA i mutui ipotecari ammontano a \$ 17.980 miliardi (il 78% del PIL) e molti di questi sono impacchettati in titoli che hanno un'ingegneria finanziaria opaca, proprio come quelli che innescarono la crisi di 15 anni fa. Sono i cosiddetti *Mortgage Backed Securities* (MBS), il cui controvalore complessivo a fine 2021 superava i 12.000 miliardi di \$ (cfr. Figura 4). L'87,6% di questo importo fa capo a titoli originati da agenzie (le famose GSEs di cui si parlava prima) e la parte restante a titoli impacchettati da altri soggetti finanziari.

Figura 4



Fonte: SIFMA

Vale la pena di sottolineare che il dato del 2021 è un massimo storico (oltre \$ 2700 miliardi in più rispetto al picco del 2008) ed è il risultato di un biennio di crescita molto sostenuta (+9,6% nel 2020 e +8,8% nel 2021), supportata dall'enorme espansione di bilancio portata avanti dalla FED durante la pandemia. Da marzo 2020 a oggi lo stock di MBS presenti nell'attivo di bilancio della banca centrale USA è aumentato di 1334 miliardi di \$ (+97,3%). Il

controvalore totale è di \$ 2706 miliardi, oltre 1/5 dell'intero ammontare di MBS in essere. Ancora una volta ci troviamo di fronte a un massimo storico e si tratta di un dato molto importante, specie adesso che la FED ha appena annunciato che dal mese prossimo limiterà i reinvestimenti delle somme incassate col rimborso dei MBS in scadenza. Da giugno ad agosto i reinvestimenti riguarderanno solo la parte eccedente il limite mensile di \$ 17,5 miliardi e da settembre questa soglia salirà a 35 miliardi di \$ al mese. Contestualmente saranno ridotti anche i reinvestimenti sui *Treasuries* in scadenza detenuti dalla FED: solo la parte eccedente il limite di \$ 30 miliardi in ciascuno dei mesi da giugno ad agosto 2022, e poi solo quella sopra i \$ 60 miliardi al mese.

A breve, quindi, i mercati finanziari saranno inondati da una montagna di titoli che quasi certamente determinerà una svalutazione dei MBS e una minore disponibilità degli investitori a sottoscrivere nuove emissioni, se non in cambio di rendimenti più alti.

A loro volta queste dinamiche, unitamente all'aumento dei tassi d'interesse da parte della FED, consolideranno la tendenza al rialzo dei tassi sui mutui e, più in generale, le pressioni per una correzione nel mercato immobiliare. A causa della crisi *sub-prime* le famiglie americane videro sfumare il 16% della loro ricchezza in soli sei trimestri. E' essenziale che episodi simili non si ripetano e anche per questo motivo pochi giorni fa la Casa Bianca ha annunciato un nuovo piano d'azione per allentare il peso dei costi delle abitazioni sui cittadini. C'è da augurarsi che il rimedio non sia peggiore del male e che una stretta monetaria troppo ambiziosa non finisca per costringere la FED a fare marcia indietro prima del previsto. Esattamente come ha dovuto fare nei mesi scorsi la banca centrale cinese.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali