

## Focus

■ Esiste il rischio di un crollo del mercato dell'edilizia abitativa negli Stati Uniti, con conseguenze disastrose per l'economia?

Secondo gli analisti di Janus International, società indipendente di investimenti tra le più importanti in America, esistono molte ragioni per essere ottimisti.

■ La prima è che l'aumento della popolazione continua a stimolare la domanda di nuove case.

■ La seconda è il fatto che negli Usa esistono molti mercati immobiliari: i prezzi salgono in alcuni stati ma scendono in altri.

■ I mutui ipotecari rinegoziabili sono molto diffusi

■ Si costruisce molto su commissione (i lavori non partono sino a quando non ci sono ordini di acquisto): ciò riduce il rischio di ribassi dei prezzi per eccesso di offerta.

■ A differenza della Gran Bretagna, dove la maggioranza dei mutui è a tasso variabile, negli Usa prevale il tasso fisso: il rialzo del costo del denaro non ha quindi un impatto altrettanto significativo.

# PERCHÉ LA BOLLA AMERICANA NON DEVE FAR PAURA

**Non è un mercato unico: ci sono stati dove i prezzi si impennano e altri dove stagnano o addirittura calano. La rinegoziazione dei mutui è una pratica molto diffusa. Nei prestiti prevale il tasso fisso: il rialzo del costo del denaro avrà impatti contenuti sui consumi delle famiglie, il vero punto critico del sistema statunitense**

**L**a bolla immobiliare statunitense: realtà o immaginazione? Tra gli imprevedibili che gli investitori potrebbero affrontare esiste il rischio di un crollo del mercato dell'edilizia abitativa statunitense e l'effetto che ciò avrebbe sull'economia. Negli ultimi anni, l'edilizia abitativa statunitense ha conosciuto un rapido aumento dei prezzi, a seguito del miglioramento dell'economia, dei bassi tassi d'interesse e dell'aumento delle abitazioni di proprietà.

## SUPER AUMENTI

Il prezzo medio delle abitazioni esistenti negli Stati Uniti è aumentato dell'8% nel 2003, del 9,1% nel 2004, e probabilmente supererà il 10% nel 2005, più del doppio dell'aumento medio in 55 anni pari al 4,8%. I prestiti a cui sono ricorsi i proprietari di abitazioni statunitensi a fronte

del crescente valore delle loro abitazioni è più che triplicato negli ultimi cinque anni, al punto che il debito ipotecario, di 8 mila miliardi di dollari, rappresenta ora quasi il 45% del valore totale delle abitazioni, pari a 18.400 miliardi di dollari. Gli investitori ora rappresentano quasi un acquirente su cinque, aggiungendo un'ulteriore pressione all'aumento dei prezzi. La possibilità di potersi permettere di diventare proprietari di abitazioni ha raggiunto il minimo storico, costringendo gli acquirenti ad aumentare il ricorso ai propri risparmi e prendere maggiori rischi legati ai tassi d'interesse. In molte centri abitati il prezzo medio delle abitazioni oggi rappresenta sei volte la media del reddito annuale. L'aumento del valore relativo dell'abitazione ha favorito i livelli notevolmente più alti nella

spesa del consumatore, che a sua volta ha contribuito alla crescita economica statunitense dell'1% negli ultimi 7 anni. Se questi effetti positivi dovessero diminuire, la spesa del consumatore ed anche la crescita economica ne sarebbero impattati negativamente.

## CINQUE RAGIONI PER L'OTTIMISMO

Per rispondere a queste preoccupazioni, gli analisti di Janus international, una delle maggiori società di gestione indipendenti americane, sostengono che ci siano cinque valide ragioni per essere più ottimisti. In primo luogo, i dati demografici stanno guidando la domanda nell'edilizia abitativa. La popolazione statunitense è proiettata verso una crescita di circa 2,7 milioni di individui all'anno per i prossimi 10 anni. Negli anni Novan-

## Il prezzo medio di una casa é sei volte il reddito annuale

ta si sono formati circa 12 milioni di nuovi nuclei familiari statunitensi a seguito del numero record di immigrati entrati negli Stati Uniti ed il crescente numero di proprietari di abitazioni non-tradizionali (genitori single, persone sole e coppie non sposate). Ci si aspetta un incremento di altri 14-15 milioni di nuovi nuclei familiari tra il 2005 e il 2015.

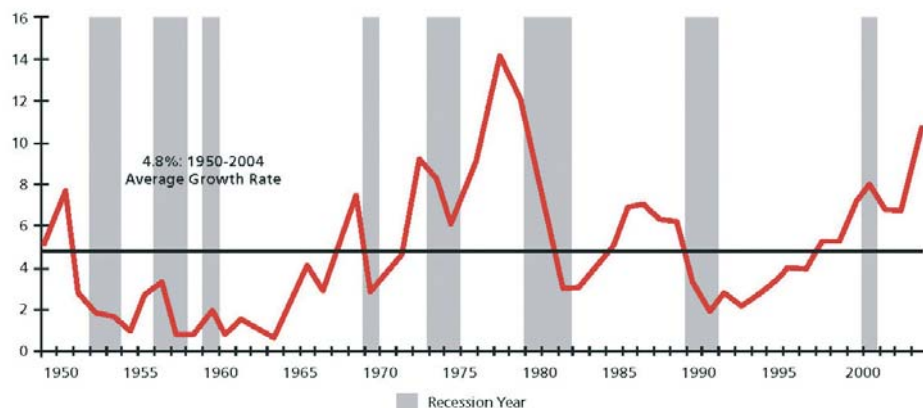
### VENTI MILIONI DI NUOVE CASE

L'aumento dei nuclei familiari sommato al ricambio della domanda dovrebbero portare alla costruzione di altri 20 milioni di nuove abitazioni nel prossimo decennio. In secondo luogo, il mercato immobiliare è locale, e non nazionale (vedere cartina sotto). Le minibolle locali possono scoppiare senza necessariamente travolgere l'intero mercato immobiliare nazionale. I prezzi delle abitazioni sono ampiamente condizionati dalla forza relativa del mercato del lavoro locale. Questo spiega perché San Diego, che ha conosciuto tre anni conse-

cutivi di perdite di posti di lavoro nei primi anni Novanta, ha visto una diminuzione dei prezzi delle abitazioni del 10%, mentre i prezzi delle abitazioni nazionali restavano sostanzialmente inalterati. Tra giugno 2004 e giugno 2005 in California, in Arizona ed in Florida, stati con una forte crescita del mercato del lavoro, hanno visto un aumento del prezzo delle abitazioni di oltre il 24%, più del doppio rispetto alla media nazionale. In terzo luogo, i mutui ipotecari a tasso variabile (Adjustable Rate Mortgages - ARM) si

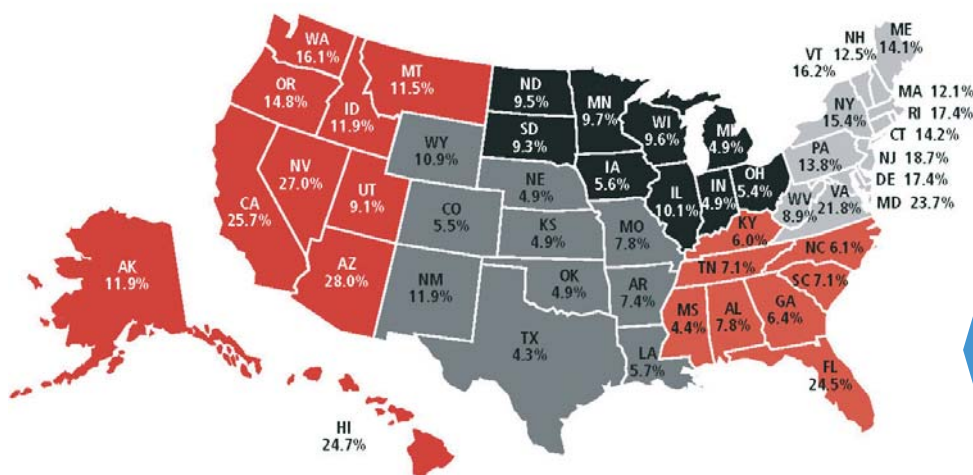
riaggiusteranno nel tempo. I sottoscrittori di mutui che alla base del loro tasso di interesse hanno il prime rate hanno utilizzato sempre di più gli ARM per ridurre i loro pagamenti di mutui ipotecari esponendosi ad un maggiore rischio ed una maggiore volatilità del tasso d'interesse nel corso della durata del loro mutuo. Gli ARM rappresentavano il 71% di tutte le erogazioni al prime rate alla fine del 2005 rispetto al 33% del 2000. Mentre ulteriori aumenti dei tassi d'interesse nel breve termine potrebbero imporre

## Oltre mezzo secolo di aumenti delle quotazioni



Il grafico mostra la crescita dei prezzi degli immobili negli Stati Uniti dal 1950 al 2004. La linea rappresenta la media, che è stata del 4,8% (Fonte: Janus International)

## Ogni Stato ha il suo mercato



La cartina con i diversi incrementi percentuali dei prezzi degli immobili nei singoli stati americani nell'ultimo anno mostra in maniera immediata che negli Stati Uniti non esiste un unico mercato immobiliare. Le differenze tra stato e stato sono in molti casi rilevanti. Più che di bolla americana si può parlare di mini-bolle locali (Fonte: Janus International).

un costo aggiuntivo significativo a tali mutuatari in quanto gli ARM presentano aggiustamenti, il rischio di una maggiore concentrazione di default in un singolo anno resta basso. Gli ARM rappresentano ancora solo il 36% dei mutui ipotecari in essere e le date dei riaggiustamenti sono ben distribuite nel prossimo decennio non più del 6% del mercato dei mutui ipotecari vedrà un riaggiustamento del tasso degli ARM in ogni anno. In quarto luogo, il modello di costruzione su commissione riduce il rischio di eccesso di abitazioni. Gran parte delle abitazioni sono costruite con il modello di costruzione su commissione mediante il quale più della metà dei costi dei costruttori non deve essere sostenuta fintantoché un acquirente non ordina un'abitazione. La flessibilità che tutto questo consente dovrebbe ridurre la possibilità che i costruttori creino un'eccedenza di offerta di abitazioni invendute, aggiungendo pertanto una pressione al ribasso sui prezzi delle abitazioni.

### PIÙ AFFITTI

In quinto luogo, gli investitori stanno affittando sempre di più le proprietà acquistate per investire. Anche se gli investitori immobiliari guadagnano attualmente un basso rendimento annuale ad una cifra affittando le loro proprietà, esso resta per i nuovi investitori comunque più attraente della ricerca di facili profitti ottenibili dal reimmettere le loro proprietà nel mercato. Un modo per analizzare il rischio di creare un'eccedenza nell'offerta è quello di esaminare la domanda

## «LE CASE? MOLTO MEGLIO LA BORSA»

**«L'esempio relativo a ciò che è accaduto negli ultimi due anni nel mercato immobiliare del Regno Unito è un buon esempio in quanto esistono molte analogie tra questo mercato e quello statunitense. Al contempo, esistono importanti divergenze tra il mercato immobiliare Usa e quello Uk. Negli States non si può parlare di un unico vero e proprio mercato immobiliare e, di conseguenza, di un unico trend dei prezzi. Esistono molte differenze tra Stato e Stato mentre nel Regno Unito il mercato si basa sui prezzi (come limite massimo e**

**tendenza) di Londra» sottolinea Stephanie Pierce di Janus. «Negli Usa», osserva ancora, «è inoltre possibile rinegoziare il mutuo: è un'operazione agevole, comoda e**



**Stephanie Pierce**  
**JANUS INTERNATIONAL**

DIRETTORE GESTIONE  
 DEL PORTAFOGLIO CLIENTI

**“ Riteniamo che quest'anno ci siano le condizioni per un rallentamento del real estate e un rialzo di Wall Street ”**

di affitti di appartamenti che può realmente sostituire la proprietà immobiliare. Dopo aver raggiunto un picco nel 2005, l'indice delle disponibilità abitative degli appartamenti si è stabilizzato sul 6%, indicando che mentre ci può essere a margine uno spostamento dall'acquisto all'affitto, l'offerta nel mercato resta relativamente stabile. Sebbene sia evidente che il mercato immobiliare statunitense potrebbe rallentare, il rischio di crollo del mercato immobiliare — e cioè di una contrazione su scala nazionale dei pezzi delle abitazioni del 10% o più — sembra essere basso. Piuttosto che conoscere un crollo su scala nazionale, riteniamo che il mercato immobiliare

dovrebbe stabilizzarsi, con un aumento dei prezzi delle case che rallenterà dal 10% all'anno ad un incremento ad una sola cifra. Qual è il possibile impatto sull'economia generale? È istruttivo esaminare l'esperienza del Regno Unito dove aumenti a due cifre dei prezzi degli immobili si sono stabilizzati con una crescita minima o pari a zero negli ultimi due anni. Al picco del mercato immobiliare del Regno Unito, l'aumento dei prezzi si aggirava intorno al 25% e la crescita delle vendite ha raggiunto l'8% nell'anno precedente. Oggi, con una crescita annuale dei prezzi degli immobili ad una sola cifra, la crescita delle vendite al dettaglio è rallentata a meno dell'1%.

con costi ridotti. Negli Usa meno del 6% di chi ha un mutuo a tasso variabile lo ha rinegoziato al primo anno. E poi, soltanto 1/3 dei mutui Usa è a tasso variabile». Il problema, tornando al parallelismo tra i due mercati real estate anglosassoni, è se il calo dell'immobiliare potrà avere impatti sui consumi degli americani perché in Uk ciò si è rivelato molto importante: una variazione di 100 sterline dei prezzi dell'immobiliare inglese si traduce nell'80% circa in consumi. Negli Usa c'è una relazione tra il mercato immobiliare e l'andamento dei tassi d'interesse mentre meno evidente è la correlazione negativa tra Wall Street e prezzi delle case. «Nel 2005 la Fed ha stimolato il raffreddamento del real estate Usa aumentando i tassi di interesse al fine di agevolare la Borsa: il risultato, tuttavia, è stato un modesto +2% per Wall Street e un +10% per i prezzi degli immobili. Riteniamo che per quest'anno ci siano tutte le condizioni affinché si possa registrare un rallentamento del real estate e un rialzo di Wall

Street».

Le conclusioni cui giunge Pierce sono improntate al moderato ottimismo per l'investimento azionario. «Le probabilità di bolla immobiliare Usa sono ridotte mentre è molto probabile un rallentamento della crescita dei prezzi del real estate. Ma ciò non vuol dire che l'investimento migliore sia l'immobiliare. Anzi Janus ritiene che la Borsa dovrebbe offrire maggiori soddisfazioni mentre per le obbligazioni il discorso ha due elementi da affrontare. Con i tassi di interesse dei titoli governativi tornati al 4,50% annuo, le obbligazioni di Stato rappresentano un'alternativa all'investimento immobiliare in ottica locativa.

Per contro, però, non si può non valutare il possibile impatto di una crescita sostenuta dell'economia Usa: se il pil americano confermasse la buona intonazione di inizio 2006, la FED potrebbe essere costretta ad alzare fino al 5% i tassi con inevitabili contraccolpi sull'obbligazionario».

## Da sapere

### ■ Cartolarizzazioni

Sono le operazioni finanziarie che trasformano i propri crediti pecuniari in titoli negoziabili sul mercato secondario. In questo modo, una società che vanta crediti per mutui concessi può trasformare tale ammontare di credito in titoli obbligazionari: ciò permette di disporre un po' meno del totale ma immediatamente.

### ■ Rating

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (quali ad esempio Moody's e Standard & Poor's), sulla capacità di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Più il rating è elevato più la solidità della società garantisce i debitori e viceversa in caso di rating minore.

### ■ Spread

Differenziale. Viene considerato in molti casi in finanza tra i quali spread denaro lettera (differenza tra prezzo di acquisto e di vendita di un titolo), e spread di rendimento (differenziale di rendimento offerto tra un titolo obbligazionario, per esempio un corporate bond, e un altro di riferimento, di solito il titolo governativo della stessa valuta e scadenza.

Non si tratta soltanto del fatto che gli Stati Uniti hanno avuto meno della metà dell'aumento dei prezzi degli immobili rispetto al Regno Unito. I mutui ipotecari a tasso fisso negli Stati Uniti rappresentano una percentuale maggiore sul totale dei mutui ipotecari rispetto al Regno Unito, dove i proprietari di abitazioni sono molto più esposti agli aumenti a breve termine dei tassi d'interesse perché questi sono variabili. Un aumento meno accentuato dei prezzi e la minore esposizione alla crescita dei tassi d'interesse indica che l'impatto del rallentamento della crescita dei prezzi immobiliari sulla spesa dei consumatori sarà probabilmente più modesto negli

Stati Uniti che nel Regno Unito. Una possibile preoccupazione è il rischio che per il settore finanziario comporta un rallentamento del mercato immobiliare.

### IL FATTORE MUTUI

Il settore bancario statunitense negli ultimi anni ha aumentato la sua esposizione al mercato immobiliare: i mutui ipotecari concessi dalle banche commerciali statunitensi sono aumentati del 160% tra il 2001 e il 2004. La rapida crescita della cartolarizzazione dei mutui ipotecari ha cercato di compensare tale esposizione. Dopo essere stato dominato da società governative (Fannie Mae e Freddie Mac), questo mercato se-

condario di 5.600 miliardi di dollari - il 23% del debito totale in circolazione nel mercato obbligazionario degli Stati Uniti - ha consentito alle istituzioni finanziarie di eliminare alcuni rischi di credito dai loro bilanci. Il rallentamento del mercato immobiliare si è finora riflesso nell'ampliamento degli spreads dei prodotti MBS (Mortgage Backed Securities) dal momento che gli investitori cercano di compensare l'aumento del rischio di credito. Rispetto ai titoli con rating BBB, il differenziale è aumentato fino a 153 basis point (bps) da ottobre a fine dicembre 2005, portando i rendimenti ai massimi in due anni. ■