

Allianz Research

# Mercato immobiliare USA: la prima vittima della Fed

I prezzi degli immobili sono destinati a diminuire del -15% nei prossimi 12 mesi, spingendo l'economia statunitense in recessione

22 September 2022

## EXECUTIVE SUMMARY



Maxime Darmet  
Senior Economist  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

Eric Barthalon  
Head of Capital Markets  
Research  
[eric.barthalon@allianz.com](mailto:eric.barthalon@allianz.com)

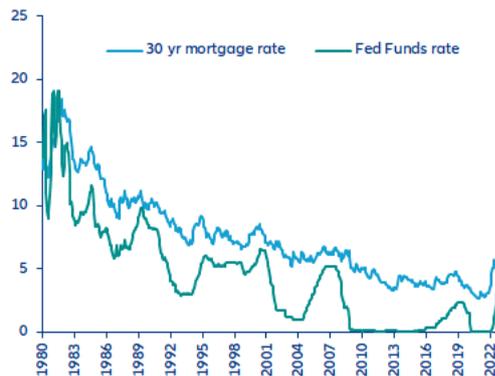
- **Il mercato immobiliare statunitense si sta adeguando alla nuova realtà dei tassi di interesse più elevati per un periodo più lungo.** I tassi di interesse stanno aumentando rapidamente – la Fed ha effettuato un terzo rialzo consecutivo di 75 pb durante la riunione del FOMC di settembre – ed è improbabile che diminuiscano molto nel 2023 poiché il FOMC sarà desideroso di ripristinare la sua credibilità nella lotta all'inflazione. In questo contesto, il passaggio da tassi più elevati dei Fed Funds ai tassi ipotecari oggi è il più forte dai primi anni 1980.
- **Di conseguenza, i mercati immobiliare e ipotecario sono entrati in una rapida fase di correzione.** Le richieste di mutui sono crollate al loro livello più basso in più di 20 anni, mentre lo stock di case invendute sta raggiungendo i massimi storici, segno che la domanda di alloggi sta diminuendo rapidamente. Nel frattempo, un rapido rallentamento dei depositi e degli indicatori monetari suggerisce che le istituzioni finanziarie potrebbero iniziare presto a ridurre la disponibilità di prestiti ipotecari.
- **I prezzi degli immobili hanno resistito finora, ma sono il prossimo domino a cadere:** Prevediamo che i prezzi degli immobili crolleranno del -15% entro i prossimi 12 mesi, il che spingerà l'economia statunitense in recessione nel 2023 (-0,7%). Tuttavia, i solidi bilanci aggregati delle famiglie dovrebbero attenuare il colpo. A differenza della metà degli anni 2000, i bilanci delle famiglie sono in condizioni migliori: il debito complessivo è molto più basso rispetto ai redditi, la qualità media del credito di quel debito è più alta (i mutui subprime sono diminuiti), il patrimonio netto è molto alto (riducendo la probabilità che ampie fasce di famiglie scivolino in un patrimonio netto negativo) e i saldi di cassa rimangono significativamente al di sopra dei livelli pre-pandemia.

### Il mercato immobiliare statunitense è entrato in una brusca correzione.

I tassi ipotecari stanno raggiungendo il culmine mentre la Federal Reserve tira i freni in modo aggressivo per raffreddare le forti pressioni inflazionistiche. I tassi hanno iniziato ad aumentare bruscamente già nel dicembre 2021, quando la Fed ha ammesso che l'inflazione non era transitoria. Ad aprile 2022, il tasso di interesse ipotecario a 30 anni (il tasso di riferimento per la maggior parte dei mutui per la casa) era salito oltre il 5%, rispetto al minimo storico del 2,7% raggiunto a fine 2020, e si è avvicinato al 6% entro giugno 2022. Attualmente si attesta intorno al 5,7%. In effetti, l'attuale passaggio dei rialzi dei tassi della Fed sui tassi

ipotecari è il più forte di quello di qualsiasi precedente ciclo di inasprimento dalla metà degli anni '80, poiché i mercati si aspettano che la Fed rimanga aggressiva nel contesto dell'aumento dell'inflazione (si veda la figura 1). Dal cambio di rotta della Fed nel dicembre 2021, il coefficiente di trascinarsi medio è stato di poco superiore al 100% (cioè un aumento di 100 punti percentuali del tasso sui Fed Funds si traduce in un aumento di poco più di 100 punti percentuali del tasso sui mutui) ed è immediato..

Figura 1: Fondi federali e tassi di interesse ipotecari



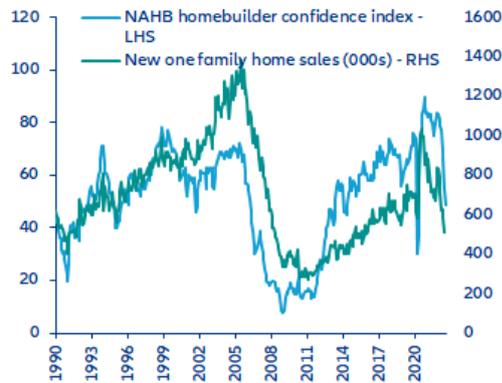
Fonti: Refinitiv, Freddie Mac, Allianz Research

**Gli indicatori abitativi stanno crollando su tutta la linea.** L'edilizia abitativa è uno dei settori più sensibili ai tassi di interesse, quindi non sorprende che la stretta monetaria stia avendo un effetto rapido e potente sugli indicatori immobiliari. Gli aumenti dei costi dei nuovi mutui riducono l'accessibilità economica degli acquisti di case e stanno quindi colpendo direttamente la domanda di abitazioni: negli ultimi 18 mesi, l'indice di domanda di mutui è scivolato al livello più basso in 23 anni. Anche le vendite di case esistenti e nuove sono diminuite rapidamente dall'inizio di quest'anno, invertendo la tendenza al rialzo osservata dall'indomani della crisi finanziaria globale (GFC) nel 2008-09 (escluso un calo di breve durata al culmine della pandemia).

Tassi di interesse più elevati aumentano anche i pagamenti di interessi sui mutui esistenti, sebbene questo canale non sia molto potente negli Stati Uniti poiché la quota di mutui a tasso variabile è molto bassa (la maggior parte delle famiglie ha bloccato i tassi di interesse fissi sul loro mutuo<sup>1</sup>).

<sup>1</sup> L'esistenza di agenzie immobiliari sponsorizzate dal governo, in particolare Fannie Mae e Freddie Mac, create per incentivare la proprietà della casa, fa sì che la stragrande maggioranza dei mutui statunitensi abbia un tasso fisso di 30 anni. Nella maggior parte degli altri Paesi, i tassi fissi sono generalmente offerti solo per due o cinque anni.

Figura 2: Vendite di nuove case e indice NAHB



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

L'avvio delle abitazioni (cioè la costruzione di nuove abitazioni) ha iniziato a diminuire di recente e ci si aspetta ulteriori cali nei prossimi mesi, secondo i principali segnali inviati dalle vendite di case e dal sondaggio sulla fiducia dei costruttori di case NAHB. Quest'ultimo sta diminuendo a un ritmo brusco, raggiungendo il livello più basso dal 2014 in agosto (cfr. figura 2). Il mercato immobiliare è ora chiaramente sovrafferto, con il rapporto tra case invendute e vendite di nuove case quasi pari a quello del 2008 (cfr. figura 3).

Figura 3: Offerta mensile di nuove case



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Gli investimenti residenziali sono stati la componente di spesa principale più debole nell'ultimo rapporto sul PIL del secondo trimestre, crollando di un pesante -4,3% t/t (-16,2% annualizzato) – il calo più grande (escluso il blocco indotto dalla pandemia nel secondo trimestre 2020) in oltre un decennio.

I prezzi degli immobili sono in genere l'ultimo indicatore a ritirarsi in una recessione, e in effetti i prezzi reali hanno iniziato a stabilizzarsi solo a giugno dopo essere saliti alle stelle durante la pandemia (+25% tra febbraio 2020 e giugno 2022). La combinazione dell'aumento dei tassi ipotecari e dei prezzi degli immobili ha comportato un recente calo dell'accessibilità degli alloggi e ha ridimensionato i piani per l'acquisto di una nuova casa (cfr. figura 4).

Figura 4: Indice di accessibilità degli alloggi e piani per l'acquisto di una nuova casa



Fonti: Refinitiv, Conference Board, Associazione nazionale degli agenti immobiliari, Allianz Research

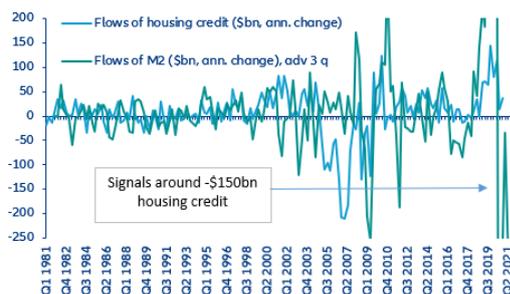
### Un rapido rallentamento dei depositi e degli indicatori monetari suggerisce che le istituzioni finanziarie potrebbero anche iniziare presto a ritirare i prestiti ipotecari.

**Le politiche macro guidano il mercato dei mutui.** Le politiche macroeconomiche estremamente allentate della Fed e del governo federale degli Stati Uniti implementate durante la pandemia hanno in gran parte contribuito a sostenere i prezzi delle case attraverso un aumento dei prestiti ipotecari. In particolare, la Fed ha mirato al sostegno al mercato immobiliare, anche se non era al centro della crisi (a differenza del 2008-09), acquistando 1,35 trilioni di dollari di titoli garantiti da mutui residenziali (RMBS) tra febbraio 2020 e maggio 2022. Sul fronte fiscale, generose erogazioni di liquidità alle famiglie hanno contribuito a stimolare le disponibilità liquide, i depositi e il credito, stimolando la domanda di abitazioni..

Dal 2021 e dall'impennata dell'inflazione, le politiche macroeconomiche sono diventate decisamente più restrittive. La Fed ha iniziato a ridurre il suo bilancio a giugno (a un ritmo più veloce rispetto al precedente episodio del 2017-19), i tassi di interesse a breve termine stanno aumentando rapidamente e il consolidamento fiscale dovrebbe continuare dopo l'approvazione dell'Inflation Reduction Act al Congresso, anche se a un ritmo molto più moderato l'anno prossimo..

L'influenza delle politiche macroeconomiche sul mercato ipotecario può essere vista attraverso la relazione storica tra l'aggregato monetario M2 (che combina i fondi di deposito e al dettaglio del mercato monetario) e i prestiti per la casa delle istituzioni finanziarie (banche e non banche) alle famiglie. La variazione annuale dei flussi di M2 ha guidato la variazione annuale dei flussi di credito immobiliare di circa tre quarti storicamente (cfr. figura 5). In parole povere, più depositi nel sistema finanziario consentono alle istituzioni finanziarie di aumentare i prestiti.

Figura 5: Variazione annua dei flussi di M2 e dei prestiti per l'edilizia abitativa

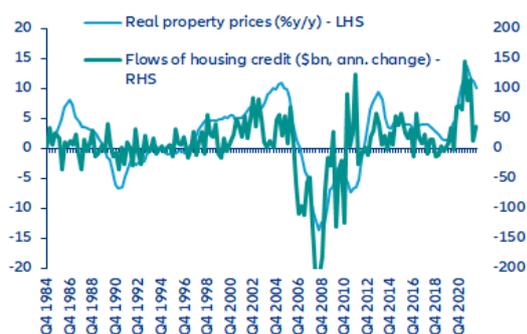


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Il legame tra M2 e il prestito immobiliare è stato tutt'altro che stretto durante alcuni episodi. In particolare, il rapporto si è rotto durante la crisi finanziaria quando le istituzioni finanziarie hanno tagliato i prestiti, a causa dei loro bilanci deboli e delle grandi interruzioni del sistema finanziario, nonostante un impulso positivo di M2. Dall'inizio della pandemia, il cambiamento nei flussi di M2 è stato molto volatile, scendendo bruscamente dal secondo trimestre del 2021 dopo un picco iniziale.

La contrazione di M2 è determinata dalla contrazione complessiva della base monetaria M0 guidata dalle politiche. La crescita della moneta è appesantita dall'impennata dei tassi d'interesse a breve termine, che ha aumentato i costi di opportunità di detenere fondi in conti di deposito a basso e infruttifero interesse (l'aggregato M1), riducendo i fondi a disposizione delle istituzioni finanziarie per aumentare i prestiti. Ciò dovrebbe portare a una significativa riduzione dei flussi di credito ipotecario nei prossimi 12 mesi circa (Figura 5). I flussi M2 implicano che i flussi di credito all'edilizia abitativa dovrebbero scendere a circa -150 miliardi di dollari entro il terzo trimestre del 2023, molto meno di quanto avvenuto durante la precedente crisi finanziaria globale. Tuttavia, le incertezze sono elevate, date le forti oscillazioni dei flussi di M2.

Figura 6: Prezzi degli immobili e credito immobiliare



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

È anche importante notare che le banche rappresentano ora meno attività ipotecarie rispetto alle istituzioni finanziarie non bancarie (NFI). Le NFI sono soggette a una minore supervisione normativa, meno capitalizzate, non hanno accesso alla liquidità alle finestre di sconto della Fed e sono più esposte ai prestiti ipotecari non garantiti dal governo, lasciandoli potenzialmente più vulnerabili alla correzione del mercato immobiliare in corso. **Diversi istituti di credito ipotecario non bancari<sup>2</sup>** hanno già iniziato a cessare l'attività dall'estate mentre lottano con un crollo del volume delle domande di mutui (cfr. figura 7) e un prosciugamento dei finanziamenti.

<sup>2</sup> Gli istituti di credito ipotecario statunitensi stanno cominciando ad andare in rosso, mentre i volumi dei prestiti crollano - Bloomberg

Figura 7: Indice delle domande di mutuo

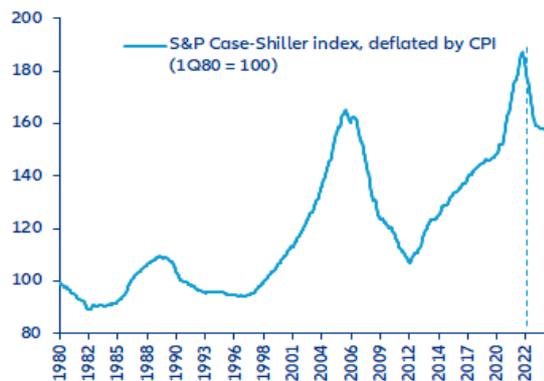


Fonti: Refinitiv, Mortgage Bankers Association of America, Allianz Research

**I prezzi degli immobili scenderanno del -15% nei prossimi 12 mesi, secondo i dati sui prestiti e il mercato azionario.**

In questo contesto, prevediamo che la crescita dei prezzi degli immobili scenderà rapidamente in breve tempo, in calo del -15% a/a da maggio 2022 (il picco) a settembre 2023, anche se il calo sarà inferiore a quello visto durante e sulla scia della GFC. Prevediamo un'accelerazione dei cali m/m nei prossimi due mesi (si veda la Figura 8 per le nostre previsioni fino a dicembre 2024). In termini nominali, il calo sarebbe intorno al -12%.

Figura 8: Previsione dell'indice dei prezzi degli immobili

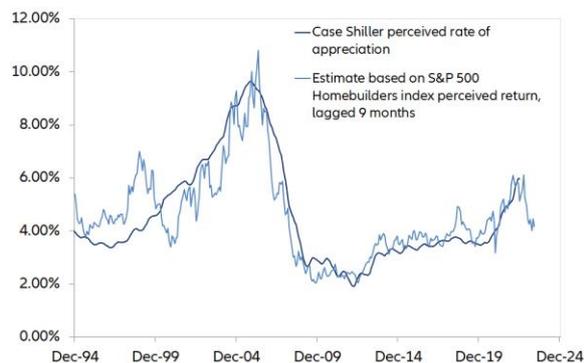


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Per eseguire il backup della nostra richiesta di previsione dei prezzi degli immobili, esaminiamo anche i segnali inviati dal mercato azionario tramite il rendimento percepito<sup>3</sup> sull'indice S&P 500 home builder e sul tasso di apprezzamento percepito dell'indice dei prezzi immobiliari Case Shiller, che sono strettamente collegati (cfr. figura 9). Il primo precede il secondo di nove mesi.

<sup>3</sup> Il rendimento percepito cattura l'impatto della performance passata del mercato azionario sulla propensione al rischio degli investitori. Quanto più gli investitori si abituano alle plusvalenze (realizzate o non realizzate), tanto più basso è il rendimento attuale che richiedono. Misuriamo la velocità con cui si percepisce che il mercato azionario sale o scende utilizzando una tecnica di livellamento. Lo smussamento dei rendimenti passati produce una variabile che chiamiamo rendimento percepito dell'S&P 500.

Figura 9: Rendimento percepito dall'indice dei costruttori e tasso di rivalutazione percepito di Case Shiller



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Calcoliamo in base a quanto i prezzi degli immobili dovrebbero scendere in modo che il tasso di apprezzamento percepito sull'indice Case Shiller rifletta il calo del rendimento percepito sull'indice S&P 500 home builder. Il tasso percepito di apprezzamento dell'indice Case Shiller dovrebbe scendere dal 6% al 4,2% nei prossimi nove mesi. Perché ciò accada, l'indice Case Shiller dovrebbe scendere di circa il -13% in termini nominali nello stesso periodo. Questo è molto vicino al nostro previsto calo del -12% nei prossimi 12 mesi.

Non si può escludere un ulteriore calo del rendimento percepito dell'indice S&P home builders. In quasi due casi su tre, il rendimento percepito sull'indice S&P home builders è stato effettivamente inferiore al livello attuale. In altre parole, ci sono rischi al ribasso per le nostre previsioni sui prezzi degli immobili.

### Cosa significa questo per l'economia statunitense?

**I prezzi degli immobili sono un fattore chiave del ciclo economico statunitense.** Gli investimenti residenziali hanno un piccolo impatto sul PIL: prevediamo che scenderanno del -6,3% quest'anno e di un altro -6,4% l'anno prossimo, ma ciò eliminerebbe solo 0,2 punti percentuali dalla crescita del PIL all'anno. Tuttavia, i prezzi degli immobili hanno un effetto molto più potente.

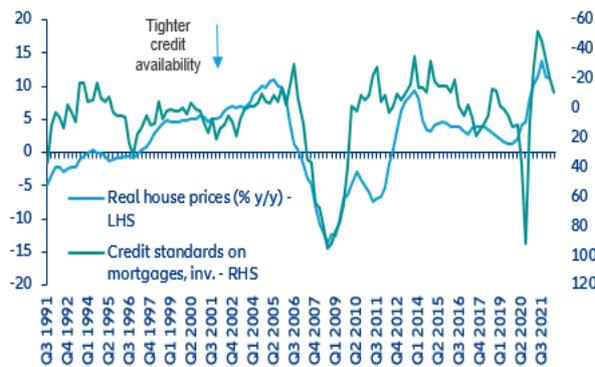
Al fine di cogliere l'effetto PIL della correzione dei prezzi delle case in corso, costruiamo un semplice indice delle condizioni finanziarie (FCI) utilizzando il PIL, i rendimenti delle obbligazioni societarie a 10 anni (investment grade) e i prezzi degli immobili<sup>4</sup>. In altre parole, la nostra FCI cattura semplicemente i prezzi degli asset (prezzi delle case) e i costi di finanziamento (rendimento delle obbligazioni societarie) e le loro relazioni con la crescita del PIL. Non abbiamo incluso i prezzi azionari reali in quanto riscontriamo un effetto diretto relativamente limitato sul PIL. Inoltre, non includiamo gli strumenti della politica monetaria, vale a dire il tasso dei Fed Funds e il bilancio della Fed, perché influenzano l'economia in modo più indiretto e operano principalmente attraverso i prezzi degli asset e i costi di finanziamento a più lungo termine, che già teniamo in considerazione.

I prezzi delle attività influenzano l'economia attraverso effetti patrimoniali (i prezzi più bassi degli asset spingono le famiglie e le imprese a spendere meno) e attraverso il canale del credito.

<sup>4</sup> Utilizziamo lo stesso schema FCI basato sul VAR di A. Swiston, "A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due", documento di lavoro del FMI, giugno 2008. Utilizziamo il rendimento delle obbligazioni societarie in termini nominali piuttosto che in termini reali a causa dell'incertezza nel catturare correttamente il tasso reale aggiustando le aspettative di inflazione basate sui sondaggi e perché i risultati non sono molto influenzati nel corso del campione.

Quest'ultimo rappresenta la disponibilità di credito, determinata dai finanziatori (istituti finanziari). La disponibilità di credito amplifica gli shock economici durante le recessioni: il costo del prestito può diminuire con l'allentamento della politica monetaria, ma la disponibilità di credito può essere ristretta, portando potenzialmente a una stretta creditizia. Durante le recessioni o i periodi di stretta monetaria, il calo dei prezzi degli asset abbassa i valori delle garanzie, il che spinge le banche a inasprire gli standard di credito. I prezzi degli immobili e gli standard di credito sui prestiti ipotecari si muovono in qualche modo in tandem (cfr. figura 10). L'impatto sull'economia reale si fa sentire anche attraverso il fallimento degli sviluppatori immobiliari o il taglio di progetti e il licenziamento di dipendenti.

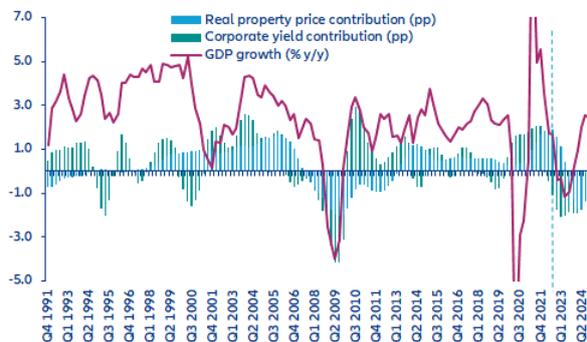
Figura 10: Prezzi reali delle case e disponibilità di credito sui mutui per la casa



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

La figura 11 mostra che i prezzi degli immobili hanno stimolato la crescita del PIL di circa 1pp all'anno nei primi anni 2000 e vicino a un enorme 2pp dalla fine del 2021 al secondo trimestre del 2022. Ciò corrisponde all'evidenza di un potente canale di credito: la proprietà – come il più grande impegno patrimoniale delle famiglie nei confronti del credito – è un fattore chiave del ciclo finanziario ed economico degli Stati Uniti.

Figura 11: FCI (pp) e crescita del PIL (% a/a)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Di conseguenza, il calo dei prezzi delle case potrebbe far crollare fino a 1,7 punti percentuali del PIL entro l'inizio del 2024, aggiungendo rischi per una recessione più duratura.** Poiché l'impatto delle condizioni finanziarie sul PIL comporta un ritardo, i maggiori costi di indebitamento delle imprese dall'inizio del 2021 hanno iniziato a colpire il PIL su base sequenziale solo dalla fine del 2021 (cfr. figura 11). Supponendo che i tassi di interesse societari

rimangono al loro livello attuale di circa il 4,3%, abbatterebbero il PIL trimestrale di circa 0,7 punti percentuali (non annualizzati) nel terzo trimestre e nel quarto trimestre 2022 e fino a -2 punti percentuali in termini di a/a entro la prima metà del 2023.

Inserendo le nostre previsioni sui prezzi degli immobili nella nostra FCI, scopriamo che i prezzi delle case più bassi dovrebbero iniziare a colpire il PIL su base sequenziale q/q dal secondo trimestre 2023, di circa 0,4-0,5 punti percentuali dal terzo trimestre 2023 al 1° trimestre 2024. Su base annua, trascineranno la crescita del PIL fino a -1,7 punti percentuali entro l'inizio del 2024.

Figura 12: Crescita e contributi del PIL t/t (non annualizzati)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Questi risultati sono sostanzialmente in linea con le nostre ultime previsioni sul PIL, anche se stanno aggiungendo rischi al ribasso alla nostra previsione già al di sotto della stima di consenso di una recessione statunitense del -0,7% nel 2023. I tassi di interesse più elevati stanno già iniziando a trascinare verso il basso il PIL, e il loro contributo dovrebbe diventare nettamente negativo su base annua nei prossimi due trimestri, in linea con le nostre previsioni di una recessione a partire dal 4° trimestre 2022.

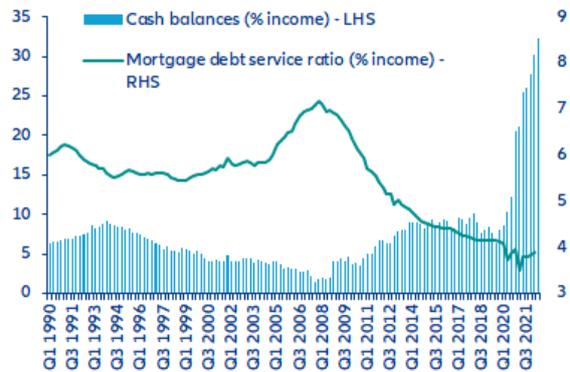
Prevediamo che il PIL inizierà a riprendersi dalla seconda metà del 2023, ma a un ritmo relativamente lento, con l'attività e la spesa appesantite dalla flessione dei prezzi degli immobili. Tuttavia, la recessione potrebbe essere più duratura, o la ripresa più contenuta, di quanto ci aspettiamo attualmente, dal momento che il trascinamento dei prezzi delle case dovrebbe raggiungere il suo massimo all'inizio del 2024. Inoltre, mentre prevediamo che i costi di finanziamento delle imprese si ritireranno entro la fine del 2023 – coerentemente con la nostra opinione secondo cui la Fed taglierà i tassi di interesse di 100 pb da giugno 2023 – dovrebbero rimanere a un livello relativamente elevato del 4,2% (appena inferiore a oggi).

**Tuttavia, ci sono alcuni fattori di resilienza che dovrebbero ammorbidire il colpo:** In primo luogo, gli squilibri macrofinanziari oggi sono molto meno presenti rispetto al periodo precedente la crisi finanziaria globale. A differenza della metà degli anni 2000, i bilanci delle famiglie sono in condizioni migliori: l'indebitamento complessivo è molto più basso rispetto al reddito disponibile aggregato, la qualità media del credito è più elevata (i mutui subprime sono diminuiti), il patrimonio netto è molto elevato (riducendo la probabilità che ampie fasce di famiglie scivolino in un patrimonio netto negativo) e i saldi di cassa rimangono significativamente al di sopra dei livelli pre-pandemia. Pertanto, l'aumento dei costi di finanziamento dovrebbe essere gestibile per le finanze delle famiglie.

Inoltre, l'inflazione ha iniziato a diminuire da luglio e ci aspettiamo un ulteriore calo nei prossimi mesi, che dovrebbe portare un po' di sollievo ai redditi delle famiglie. Infine, le banche hanno costruito bilanci più sani (in parte grazie alla regolamentazione più severa post-GFC), rendendole più capaci di assorbire le perdite senza fallire o richiedere salvataggi. Nel

complesso, la solidità dei bilanci delle famiglie è alla base della nostra previsione di un calo contenuto della spesa per consumi nel 2023 (-0,1% rispetto al -0,9% durante la GFC).

Figura 13: Finanze delle famiglie



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes.