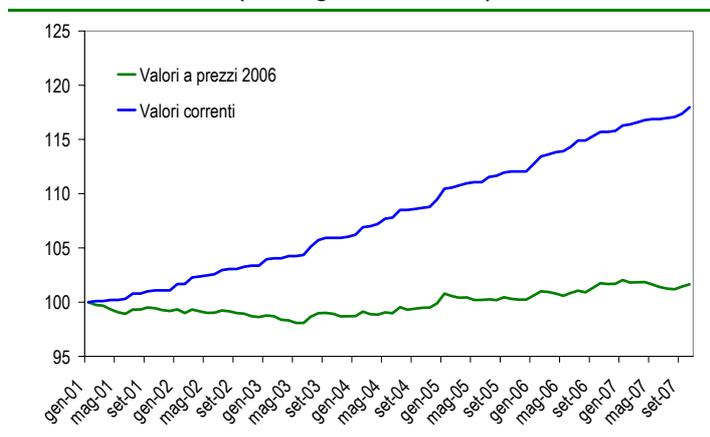


## Le retribuzioni contrattuali per dipendente in Italia

(indice gen. 2001=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat

**Editoriale** - I segni più e i segni meno continuano a intrecciarsi nella contabilità della **congiuntura economica** in Italia. Dal lato dei "più", un segnale positivo proviene dall'aumento di oltre il 16% delle esportazioni italiane verso i mercati extra-europei, con incrementi su base annua superiori al 20% delle vendite verso la Russia, i paesi Opec e la Cina. Le imprese italiane, specie quelle di settori manifatturieri quali l'auto e la meccanica, si mostrano capaci di cogliere le opportunità offerte dalla vivace crescita della domanda nei paesi extra-europei nonostante le difficoltà poste dall'apprezzamento dell'euro e dai rincari delle materie prime. La tenuta dei mercati extra-europei è particolarmente importante in uno scenario che vede perdere smalto il tono della domanda europea. In Italia, i segni meno registrati dalla crescita congiunturale delle vendite al dettaglio confermano il debole trend pluriennale di sviluppo dei consumi e dei redditi delle famiglie.

**Pag. 9** - Il ciclo di crescita del **mercato immobiliare** italiano comincia a mostrare chiari segnali di frenata. Secondo l'ultima indagine condotta da Nomisma, nel primo semestre 2007 i prezzi delle abitazioni hanno registrato una crescita media del 2%, l'incremento più contenuto dal 1998. Indicazioni di frenata provengono anche dalla flessione del numero di compravendite (-3,4% nello stesso periodo), dall'aumento del numero di mesi necessari per vendere un'abitazione (arrivato a 5) e da un aumento dello sconto praticato sul prezzo. Alla fine del ciclo immobiliare fa da sfondo un rallentamento del comparto delle costruzioni il cui ciclo di espansione è in atto da nove anni.

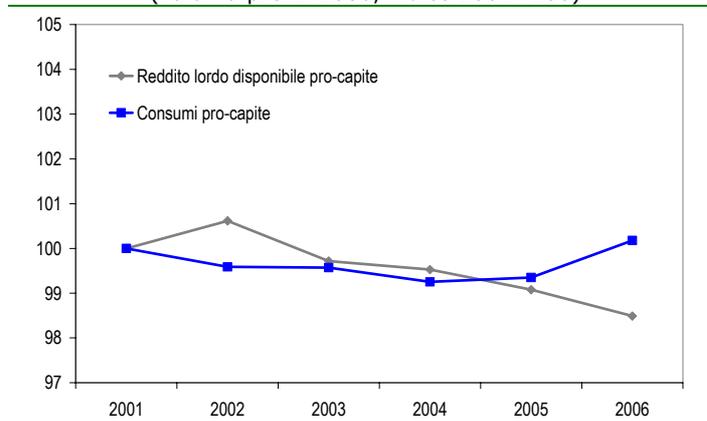
41

2007

30 novembre 2007

## Editoriale: più e meno

**Reddito e consumi delle famiglie italiane**  
(valori a prezzi 2006, indice 2001=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat

*I segni più e i segni meno continuano ad incrociarsi nella contabilità della congiuntura economica italiana e nelle tendenze strutturali della nostra economia. Dal lato di chi sale troviamo le esportazioni italiane verso i mercati extra-europei, ove forte si mantiene il ritmo di crescita economica. Dal lato di chi scende ci sono, invece, i consumi delle famiglie.*

*Dal lato dei "più", sul fronte delle esportazioni i numeri di ottobre segnano aumenti su base annua del 29,6% verso la Russia, del 25,6% verso l'OPEC e del 24,7% verso la Cina. L'aumento complessivo su base annua dell'export italiano fuori dai confini dell'Unione europea si attesta a ottobre al 16,4%. Sono dati confortanti. Nonostante l'apprezzamento dell'euro, le vendite sui mercati extra-europei continuano a tirare. La rivalutazione della moneta europea aiuta a contenere il ritmo di aumento delle importazioni, soprattutto di quelle nei confronti dei paesi OPEC. Nel complesso dei primi dieci mesi del 2007 il deficit della nostra bilancia commerciale verso i paesi extra-UE si attesta a 13,5 miliardi di euro. C'è un calo di circa 1/3 rispetto al disavanzo di circa 20 miliardi di euro registrato nello stesso periodo del 2006. Riguardo alla composizione settoriale, a ottobre le esportazioni verso i paesi extra-UE delle imprese italiane che producono mezzi di trasporto mostrano un vero e proprio "boom" con un aumento di circa il 48% rispetto a ottobre 2006. Dopo le automobili, incrementi a due cifre delle vendite extra-europee dell'Italia sono segnalate dagli apparecchi elettrici (+30,5%) e dalle macchine e apparecchi meccanici (+19,4%). A dispetto di luoghi comuni sempre più logori, i comparti "maturi" del nostro manifatturiero sono quelli che rivelano le migliori capacità di manovra. Le imprese italiane si mostrano capaci di cogliere le opportunità offerte dalla vivace crescita della domanda nei paesi extra-europei nonostante le difficoltà poste dall'apprezzamento dell'euro e dai rincari delle materie prime. La tenuta dei mercati extra-europei è particolarmente importante in uno scenario che vede il tono della domanda europea confermare segni di rallentamento e le esportazioni italiane verso Germania e Francia decelerare.*

*Dal lato dei "meno", sul fronte dei consumi i dati italiani sulle vendite al dettaglio in settembre segnalano un calo di mezzo punto percentuale rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. La flessione raggiunge il punto percentuale nel comparto dei beni diversi da quelli non alimentari e supera il punto percentuale nelle regioni centro-meridionali del paese. Ciò vale per quanto concerne la congiuntura dei consumi. Dal lato della congiuntura dei redditi, i dati di ottobre attestano al 2% la crescita nominale su base annua delle retribuzioni contrattuali per dipendente contro un'inflazione al consumo che, sempre a ottobre, sale in Italia al 2,3% nella misura armonizzata a livello europeo e cresce ulteriormente al 2,5% nella*

*stima ISTAT diffusa oggi per il mese di novembre. La debole dinamica di redditi e consumi non è una novità. Un riscontro pluriennale – di cui si da conto nelle pagine seguenti di questo "Focus" - ci dice che tra il 2001 e il 2006 la spesa reale pro capite è rimasta sostanzialmente invariata, mentre il reddito disponibile pro-capite al netto dell'inflazione è calato dell'1,5%. Ciò che tra il 2001 e il 2006 è aumentato in Italia sono il numero degli occupati (da 21,6 a 23 milioni, +6,5%) e, a monte, il numero dei residenti (da 57,0 a 59,1 milioni, +3,7%). La debolezza dei redditi e dei consumi pro capite negli ultimi anni si è intrecciata con i cambiamenti profondi intervenuti nella struttura demografica e nella struttura del mercato del lavoro. Un allungamento della vita media cui non si accompagna un proporzionale prolungamento della vita lavorativa ha probabilmente concorso ad abbassare il livello medio di reddito permanente individualmente percepito. I cambiamenti intervenuti sul mercato del lavoro si sono associati, come è stato segnalato da un recente studio della Banca d'Italia, a salari di ingresso dei giovani che risultano significativamente più bassi in termini reali rispetto a quelli percepiti nello scorso decennio<sup>1</sup>. Ecco, quindi, che il vigoroso aumento dell'occupazione non ha prodotto un'accelerazione, al netto dell'inflazione, dei livelli medi dei consumi individuali.*

*I più e i meno dell'attuale congiuntura riflettono i più e i meno di alcune trasformazioni strutturali intervenute nell'economia italiana negli ultimi anni. Come è stato autorevolmente indicato, la via per rendere positivo il saldo dei cambiamenti a vantaggio di imprese e famiglie risiede in uno stabile miglioramento della produttività<sup>2</sup> che permetta, da un lato, di continuare a sostenere la competitività delle imprese e, dall'altro, di ridare vigore ai redditi e ai consumi delle famiglie.*

Giovanni Ajassa

---

<sup>1</sup> Cfr. A. Rosolia e R. Torrini, "The generation gap: relative earnings of young and old workers in Italy", Temi di discussione, n. 639, settembre 2007.

<sup>2</sup> Cfr. Banca d'Italia, "Consumo e crescita in Italia", lezione di Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia, Torino, 26 ottobre 2007.

## I consumi delle famiglie italiane

**P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com**

**Secondo stime empiriche condotte sull'economia italiana, un aumento di 100 euro del reddito disponibile si tradurrebbe in un maggior consumo pari a 60 euro. Dal 2001 al 2006 il reddito disponibile pro-capite si è ridotto in termini reali dell'1,5%. La spesa delle famiglie è rimasta praticamente invariata. Il sostegno ai consumi fornito dal reddito è atteso mantenersi debole. La crescita dei salari è risultata deludente nel 2007.**

**Nel corso degli ultimi anni le famiglie italiane hanno accresciuto il proprio indebitamento. Nelle famiglie indebitate con redditi più bassi il rapporto tra debito e reddito disponibile è pari a quasi tre volte quello rilevato nelle famiglie più ricche (165,2% contro 60%). Inoltre, l'effetto di un aumento di 1 punto percentuale del tasso d'interesse sull'onere dei mutui, calcolato in percentuale del reddito disponibile, sarebbe per le famiglie più povere pari a più del doppio di quello relativo all'intera economia (1,6% contro 0,7%).**

**Le famiglie italiane si caratterizzano per un'elevata ampiezza della disuguaglianza dei redditi. Il 20% delle famiglie più povere percepisce solo il 7,8% del reddito complessivo.**

**Una crescita deludente del potere d'acquisto e un clima di fiducia in deterioramento segnalano rischi di rallentamento dei consumi. La crescita dell'economia italiana potrebbe, dunque, decelerare nell'intorno dell'1% nel 2008.**

### Il reddito disponibile e i consumi delle famiglie italiane

Le scelte di consumo di una famiglia sono il risultato di un processo decisionale complesso indirizzato a realizzare una pianificazione basata su un'attenta valutazione delle risorse disponibili, sia presenti che future. Sono diversi i fattori che influenzano le decisioni di spesa. La scelta tra risparmio e consumo incorpora le attese sugli andamenti futuri della tassazione e della ricchezza pensionistica. La spesa delle famiglie è influenzata da fattori socio-demografici. L'allungamento della durata della vita media, se non associato ad un prolungamento della vita lavorativa, può favorire un aumento della propensione al risparmio. Anche la composizione dei nuclei familiari, sia in riferimento al numero che all'età media dei componenti, influenza i consumi. Elaborazioni della Banca d'Italia<sup>1</sup> mostrano come, se la distribuzione delle caratteristiche demografiche delle famiglie italiane fosse rimasta quella del 1997, nel 2005 la spesa familiare media sarebbe risultata superiore di circa l'1,5% a quella effettivamente realizzatasi. Ma è soprattutto un incremento del reddito o della ricchezza, sia finanziaria che immobiliare, ad indurre un'espansione dei consumi. Secondo stime empiriche condotte sull'economia italiana in riferimento agli anni 1980-2006<sup>2</sup>, un aumento di 100 euro del reddito disponibile si tradurrebbe in un maggior consumo pari a 60 euro. La spesa delle famiglie aumenterebbe, invece, di 6 euro nel caso di un incremento di 100 euro della ricchezza finanziaria. L'impatto di una variazione della ricchezza immobiliare sui consumi viene stimato in solo 1,5 euro per 100 euro di maggior valore. In quest'ultimo caso il comportamento dei consumatori verrebbe influenzato anche dalla modalità di finanziamento dell'acquisto dell'abitazione oltre che dal grado di sviluppo dei mercati finanziari.

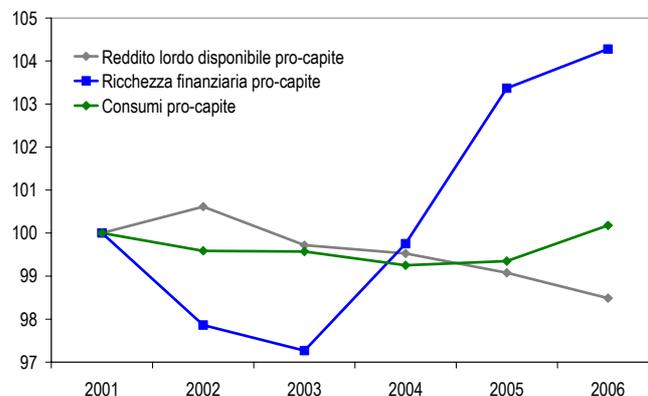
Le analisi empiriche condotte sull'economia italiana sottolineano la centralità del reddito nella determinazione delle decisioni di spesa delle famiglie. I dati economici relativi agli ultimi cinque anni confermano tale conclusione. La debolezza che ha caratterizzato i consumi trova giustificazione prevalentemente nella deludente evoluzione del reddito disponibile pro-capite che, dopo essere moderatamente aumentato nel 2002, si è costantemente ridotto risultando nel 2006 inferiore dell'1,5% in termini reali nel confronto con il 2001. Secondo le statistiche dell'Istat, dal 2001 al 2006 i consumi pro-capite sono rimasti sostanzialmente invariati in termini reali. La maggiore ricchezza finanziaria detenuta dalle famiglie (+4,3% in termini reali) non è riuscita a compensare l'effetto negativo generato dalla contrazione del reddito disponibile reale.

<sup>1</sup> Draghi M., *Consumo e crescita in Italia*, Torino, 26 ottobre 2007.

<sup>2</sup> Stime recentemente presentate in occasione del convegno "La ricchezza delle famiglie italiane", S.A.Di.B.A. Perugia, 16-17 ottobre 2007.

### Reddito, ricchezza e consumi delle famiglie italiane

(valori a prezzi 2006, indice 2001=100)

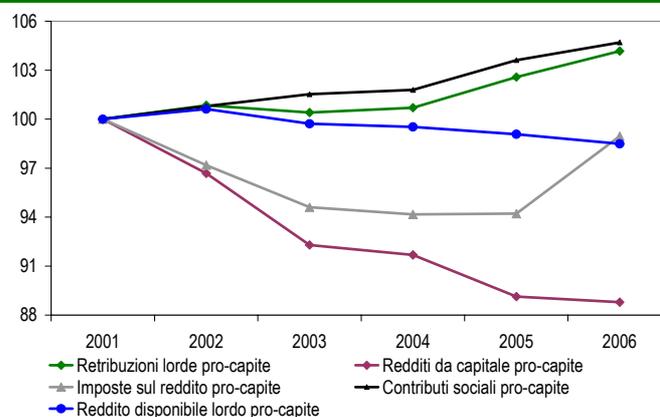


Fonte: elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia

L'analisi dei conti economici nazionali per settore istituzionale dell'Istat consente di evidenziare quali siano i fattori che hanno maggiormente penalizzato la dinamica del reddito disponibile e quindi dei consumi. La riduzione in termini reali del reddito disponibile pro-capite sembra essere il risultato di una sostanziale invarianza delle risorse a disposizione delle famiglie consumatrici a fronte di un incremento delle uscite sostenute.

### Le componenti del reddito lordo disponibile delle famiglie consumatrici italiane

(valori a prezzi 2006, indice 2001=100)



Fonte: elaborazione su dati Istat

Dal lato delle risorse, negli ultimi cinque anni le retribuzioni lorde pro-capite sono aumentate di solo il 4,2% in termini reali. Su tale dinamica ha influito una crescita dell'occupazione ampiamente superiore a quella della popolazione (rispettivamente +6,4% e +3,7% dal 2001 al 2006). L'aumento dei salari è risultato, invece, modesto. Le retribuzioni lorde per occupato sono cresciute in termini reali di solo l'1,5%. La debole dinamica dei salari pone il lavoratore italiano in una posizione di maggiore debolezza nel confronto internazionale. Secondo dati Eurostat relativi alle imprese dell'industria e dei servizi privati, nel 2001-02 la retribuzione media oraria a parità di potere d'acquisto era in Italia tra il 30 e il 40% inferiore ai valori di Francia, Germania e Regno Unito. Sebbene tale differenza dipenda dal più basso livello medio di istruzione della manodopera italiana, anche a parità di caratteristiche individuali le retribuzioni mensili nette italiane risultano in media inferiori di circa il 10% di quelle tedesche

e del 25% di quelle francesi. Negli ultimi cinque anni, il potere d'acquisto delle famiglie italiane è stato, inoltre, contenuto dalla contrazione dei redditi da capitale pro-capite che si sono ridotti in termini reali di oltre il 10%.

Sul fronte degli impieghi, le imposte pro-capite sul reddito, dopo essere scese fino al 2005, sono sensibilmente aumentate nel 2006 tornando in termini reali sui livelli del 2001. I contributi sociali hanno, invece, sperimentato un graduale aumento risultando nel 2006 superiori del 4,7% rispetto al 2001. Dato il peso limitato che la voce interessi passivi ha sul totale delle risorse (0,8%), il graduale aumento dei tassi d'interesse non ha influito in maniera significativa sulla situazione economica delle famiglie.

I dati dei conti economici dell'Istat confermano come i consumatori italiani abbiano compensato la deludente performance del reddito disponibile attingendo ai propri risparmi. Mentre il reddito si è ridotto in termini reali dell'1,5%, i consumi sono rimasti invariati grazie ad una contrazione del risparmio lordo pro-capite superiore al 10%.

### **Gli effetti delle disuguaglianze**

L'analisi della situazione economica delle famiglie italiane basata sull'evoluzione del reddito disponibile pro-capite si arricchisce attraverso l'esame della distribuzione dei redditi. Le famiglie italiane si caratterizzano per un'elevata ampiezza della disuguaglianza dei redditi con il coefficiente di concentrazione che mostra in Italia livelli elevati<sup>3</sup>. La disuguaglianza si riduce leggermente in Italia considerando nel reddito i fitti imputati<sup>4</sup>, relativamente più presenti nelle famiglie a basso reddito. L'esistenza di disuguaglianze emerge chiaramente anche dalla suddivisione delle famiglie italiane per quintili sulla base del reddito<sup>5</sup>. Le famiglie appartenenti al primo quintile, quelle con il reddito più basso, percepiscono solo il 7,8% del reddito complessivo. La quota del quintile più ricco risulta cinque volte maggiore (39,1%).

L'evoluzione della distribuzione dei redditi si è sviluppata in parallelo al crescente ricorso all'indebitamento. I debiti delle famiglie hanno superato il 40% del reddito disponibile. Tale livello rimane inferiore a quello rilevato nelle altre principali economie<sup>6</sup>. Sulla base di dati 2004, le famiglie italiane indebitate sono pari al 21,8% del totale. Tale incidenza cresce al 32,5% nelle famiglie più ricche<sup>7</sup>. Tra i nuclei più poveri, quelli indebitati rappresentano solo il 9,6% del totale. Nelle famiglie più povere e indebitate il rapporto tra debito e reddito disponibile è pari a quasi tre volte quello rilevato nelle famiglie più ricche (165,2% contro 60%).

Secondo dati Banca d'Italia, gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito sono saliti al 7,3% del reddito disponibile nei dodici mesi terminanti a giugno. Sebbene non esistano stime aggiornate sull'effetto di un aumento dei tassi sul reddito disponibile delle famiglie, suddivise per classe di reddito, i dati contenuti nell'indagine "I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2004" pubblicati dalla Banca d'Italia nel 2006 evidenziano come l'impatto sia maggiormente significativo per le famiglie più povere<sup>8</sup>. L'effetto di un aumento di 1 punto percentuale del tasso d'interesse sull'onere medio dei mutui immobiliari, calcolato in percentuale del reddito disponibile, sarebbe per le famiglie con reddito più basso pari a più

<sup>3</sup> Misura la disuguaglianza assumendo valori compresi tra zero (quando tutte le famiglie ricevono lo stesso reddito) e uno (quando il reddito totale è percepito da una sola famiglia). Il coefficiente di Gini è passato in Italia da 0,29 del 2001 a 0,33 del 2005. In Francia e Germania l'aumento è stato di minore entità (rispettivamente da 0,27 a 0,28 e da 0,25 a 0,28).

<sup>4</sup> Il fitto imputato viene stimato per comparare il tenore di vita delle famiglie dei proprietari della casa di abitazione con quello delle altre famiglie. In Italia, data l'ampia diffusione della proprietà dell'abitazione (oltre l'80% comprendendo anche l'usufrutto e l'uso gratuito), il fitto imputato costituisce un aspetto rilevante nella distribuzione dei redditi.

<sup>5</sup> Il reddito familiare viene reso equivalente considerando la diversa ampiezza e composizione delle famiglie in modo da ordinarle da quella con reddito più basso a quella con reddito più alto e suddividerle in cinque gruppi di pari ampiezza.

<sup>6</sup> Nel 2005, il rapporto tra indebitamento delle famiglie e reddito disponibile era pari al 43% in Italia, al 66% in Francia, al 100% in Germania, al 128% negli Stati Uniti e al 148% nel Regno Unito.

<sup>7</sup> Le famiglie italiane sono suddivise in quartili. Il primo quartile comprende le famiglie più povere, con un reddito inferiore a 15.800 euro. Nel quarto quartile sono raggruppate le famiglie più ricche, con un reddito superiore ai 37.200 euro.

<sup>8</sup> A.M. Tarantola, *L'evoluzione del mercato del credito e dei rapporti tra banche e clientela*, Roma, 15 novembre 2007.

del doppio di quello relativo all'intera economia (1,6% contro 0,7%). Nel caso di un mutuo a tasso variabile la distanza risulterebbe ampliata (3,6% contro 1,3%).

### **Il ruolo della percezione dell'onerosità dell'indebitamento**

La valutazione quantitativa dello stato di salute delle famiglie fin qui condotta è un elemento essenziale ma non sufficiente a comprendere le dinamiche prospettive dei consumi. Diviene utile un'analisi della percezione che le famiglie hanno del proprio stato di salute. Oltre ad un esame quantitativo appare opportuno un approfondimento qualitativo.

L'indagine condotta da Eurostat sulle condizioni di vita in Europa nel 2005 fornisce utili indicazioni. Focalizzando l'attenzione sulla percezione che le famiglie hanno dell'onerosità dei costi sostenuti per l'abitazione, comprensivi delle spese per il mutuo, e degli oneri relativi all'indebitamento finalizzato al consumo si evidenzia una situazione di criticità per le famiglie italiane. La percentuale di famiglie intervistate che dichiara di percepire come molto onerosi i costi relativi al credito al consumo appare in Italia sensibilmente più elevata delle altre principali economie dell'area dell'euro (46,7% contro il 27,3% della Germania e il 22,2% della Francia). La differenza risulta ancora più ampia nella valutazione dell'onerosità dei costi per l'abitazione (51% contro rispettivamente il 24,1% e il 21,3%). In quest'ultimo caso il dato italiano peggiora ulteriormente (65,1%) focalizzandosi sui soli proprietari di immobili con un mutuo in essere.

Tali differenze nella percezione dell'onerosità potrebbero dipendere da fattori sia oggettivi che soggettivi. Una diversa situazione economica familiare potrebbe indurre a valutare uno stesso onere in maniera differente. Sulla percezione della famiglia potrebbero incidere anche aspetti inerenti la sfera soggettiva difficilmente quantificabili. In un approfondimento contenuto nell'ultimo Rapporto di previsione di Prometeia<sup>9</sup> si è cercato di comprendere le motivazioni delle diverse percezioni dell'onerosità da parte delle famiglie europee. È stata effettuata un'analisi econometrica finalizzata a reinterpretare i dati sulla percezione degli oneri al fine di uniformare il grado di soggettività. Utilizzando alcune variabili esplicative della valutazione dell'onerosità (come ad esempio l'età, il livello di reddito, il numero di percettori di reddito all'interno della famiglia e il titolo di studio) è stata stimata una percezione teorica dell'onerosità per poi confrontarla con il dato emerso nell'indagine Eurostat. I divari tra la percentuale di famiglie italiane che giudicano come molto onerosi i costi relativi all'abitazione e al debito al consumo e la stessa percentuale riferita alle famiglie tedesche e a quelle francesi si riducono, ma non si annullano. Diviene importante, quindi, verificare se esistano elementi oggettivi inerenti la situazione delle famiglie tali da giustificare le peggiori valutazioni formulate dai nuclei italiani. La conclusione alla quale giunge l'approfondimento condotto da Prometeia è che, sebbene la situazione delle famiglie italiane sia meno favorevole di quella delle famiglie francesi e tedesche, non sussistono condizioni tali da giustificare da sole le differenze nella percezione dell'onerosità del proprio indebitamento. La presenza di elementi soggettivi che inducono le famiglie italiane a valutare la propria situazione in maniera più negativa di quanto realmente appaia pone ulteriori incertezze sullo scenario futuro dei consumi.

### **Consumi in rallentamento conducono la crescita nell'intorno dell'1%**

Nel primo semestre del 2007 l'economia italiana ha bruscamente rallentato dopo la fase di robusto sviluppo sperimentata nell'ultima parte dello scorso anno. La crescita è stata penalizzata dalla negativa performance delle esportazioni e dal rallentamento degli investimenti. Viceversa i consumi sono cresciuti su ritmi annuali superiori al 2% registrando la migliore performance dalla fine del 2000. Nel III trimestre l'economia ha accelerato dallo 0,1% t/t di aprile-giugno allo 0,4%. I dati sulla dinamica delle componenti saranno resi pubblici dall'Istat il 7 dicembre. Le ultime informazioni provenienti dall'economia italiana hanno fatto sorgere perplessità sulla capacità dei consumi di mantenere un sostenuto ritmo di sviluppo nei prossimi trimestri.

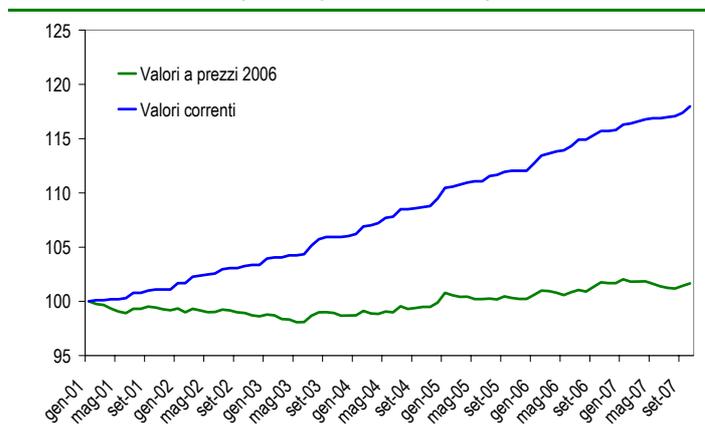
La dinamica dei salari continua a mantenersi debole. Ad ottobre le retribuzioni per dipendente sono aumentate dello 0,5% m/m, con la crescita annuale che ha leggermente accelerato dall'1,8% di settembre al 2%. Gli incrementi salariali continuano ad essere frenati anche dalla lentezza delle procedure di rinnovo dei contratti. Ad ottobre sono ben 7 milioni i

<sup>9</sup> Prometeia, *Rapporto di previsione*, ottobre 2007.

lavoratori dipendenti con un accordo scaduto. Dal 2001, i salari per dipendente sono aumentati del 18%, ma al netto dell'inflazione la crescita si riduce a poco più dell'1,5%. Nel confronto tra ottobre e gennaio del 2007 si assiste addirittura ad una lieve perdita di potere d'acquisto.

### Le retribuzioni per dipendente in Italia

(indice gen. 2001=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat

La deludente dinamica salariale lascia intravedere anche per l'anno in corso una performance debole del reddito disponibile. Secondo stime preliminari della Banca d'Italia, nel I semestre dell'anno il reddito disponibile sarebbe aumentato in termini reali dell'1,1%. Tale incremento, frutto prevalentemente della crescita del numero degli occupati, non è sufficiente a giustificare un aumento dei consumi superiore al 2%. Le famiglie italiane sembrano aver, pertanto, modificato il proprio comportamento di spesa sia riducendo la propensione al risparmio che accrescendo il ricorso all'indebitamento. Gli ultimi dati disponibili segnalano, però, come questa nuova funzione del consumo delle famiglie italiane, basata sul minor risparmio e sul maggior debito, potrebbe non continuare a sostenere la spesa come avvenuto nel I semestre. Il ricorso al credito al consumo ha fortemente rallentato. Da ritmi annuali di crescita superiori al 15% registrati nell'ultima parte del 2006 si è passati a valori intorno al 6% a settembre.

I primi segnali di indebolimento dei consumi sono emersi nelle vendite al dettaglio. A settembre sono risultate in calo dello 0,2% rispetto ad agosto con la variazione annuale passata dal +1,4% del mese precedente al -0,6%, il peggior risultato nell'ultimo anno e mezzo. Il deterioramento è apparso generalizzato. Le vendite di beni alimentari si sono ridotte dello 0,3% m/m annullando quasi completamente il forte rimbalzo di agosto (+0,7%). Il comparto dei beni non alimentari si è mantenuto su un trend negativo registrando la seconda contrazione consecutiva (-0,1%).

Gli ultimi dati lasciano intravedere un rallentamento nei consumi nei prossimi trimestri. La spesa delle famiglie non trova sostegno nel reddito disponibile. Il ricorso all'indebitamento è divenuto meno conveniente. Il deterioramento delle prospettive mina la fiducia dei consumatori che si mantiene su un trend di peggioramento. La decelerazione dei consumi rende più incerto lo scenario per l'economia italiana il cui tasso di sviluppo è atteso il prossimo anno posizionarsi nell'intorno dell'1%.

## La fine del lungo ciclo di crescita del mattone?

**S. Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)**

La lunga fase di crescita del mercato immobiliare mondiale sembra arrivata a una svolta. Il timore che l'inversione di tendenza possa portare brusche correzioni ha indotto gli analisti a ricercare quanto, degli aumenti passati, sia da attribuire a fattori strutturali e quanto a fattori aleatori poco controllabili. È stato stimato che in alcuni paesi i prezzi delle case sono cresciuti in media quasi il 50% più di quanto sarebbe stato prevedibile considerando solo l'andamento dei fattori strutturali. (ma tra questi paesi non figurano Italia e Stati Uniti).

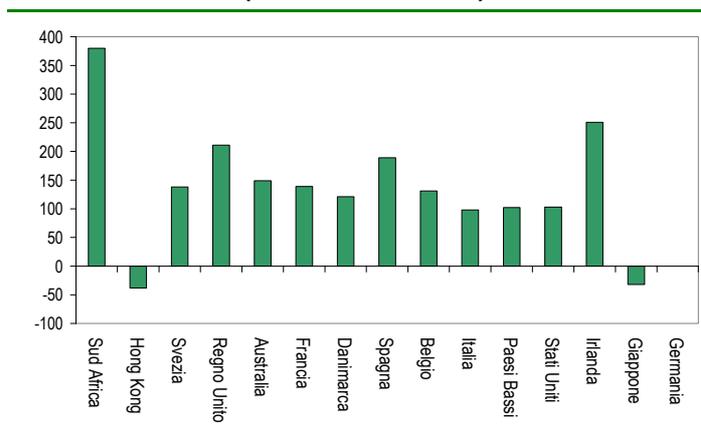
Il ciclo di crescita del mercato immobiliare italiano comincia a mostrare chiari segnali di frenata. Secondo l'ultima rilevazione Nomisma, nel primo semestre 2007 i prezzi delle abitazioni hanno registrato una crescita media del 2%, l'incremento più contenuto dal 1998. Indicazioni di frenata provengono anche dalla flessione del numero di compravendite (-3,4% nello stesso periodo), dall'aumento del numero di mesi necessari per vendere un'abitazione (arrivato a 5) e da un aumento dello sconto praticato sul prezzo.

Alla fine del ciclo immobiliare fa da sfondo un rallentamento del comparto delle costruzioni. Il settore, cresciuto ininterrottamente per nove anni, rappresenta oggi il 9,9% del Pil e circa il 46% degli investimenti fissi lordi realizzati in Italia. Alla sua crescita ha contribuito soprattutto il segmento dell'edilizia residenziale, che tuttavia diverse fonti segnalano in frenata.

### Fattori strutturali e il ruolo delle aspettative nei prezzi degli immobili

Secondo l'indice elaborato dall'Economist, tra il 1997 e il 2007 in 12 dei 20 paesi censiti l'aumento dei prezzi delle abitazioni è stato di gran lunga superiore al 100%. Il picco si è registrato in Sud Africa (+380%), in Irlanda (251%) e nel Regno Unito (+211%), ma incrementi consistenti si sono registrati anche in Spagna, Francia, Svezia, Paesi Bassi e Stati Uniti. In Italia la crescita è stata di poco inferiore al 100%, mentre in Germania la variazione sui dieci anni è stata pressoché nulla. Giappone e Hong Kong hanno registrato una variazione negativa pari rispettivamente al -32% e al -38%.

**Variazioni dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi – Indice Economist**  
(var. % 1997-2007)



Fonte: elaborazioni su dati Economist

L'inusuale lunghezza del ciclo di crescita dei prezzi delle abitazioni, la numerosità dei paesi coinvolti, l'intensità dell'aumento, e soprattutto il timore degli effetti che il crollo delle quotazioni potrebbe avere sull'economia mondiale, hanno moltiplicato gli studi su vari aspetti

del fenomeno. In particolare, di recente l'interesse si è concentrato sulla possibilità di discernere quanta parte dell'aumento dei prezzi sia attribuibile a fattori strutturali (crescita della popolazione, variazioni nel costo del debito, maggiori redditi) e quanto invece a fattori transitori (aspettative di ulteriore aumento dei prezzi), meno prevedibili e soggetti a repentini cambiamenti di direzione.

Con riferimento a un campione di 13 paesi europei più gli Stati Uniti, alcuni ricercatori<sup>1</sup> hanno stimato un modello in cui la domanda di immobili residenziali è posta in relazione a fattori strutturali e residuali. Tra i primi vi sono l'andamento dei redditi reali, il tasso di crescita della popolazione e il costo reale della proprietà, a sua volta funzione del costo di acquisto (tassi di interesse), del costo della manutenzione, dell'assicurazione, delle tasse e così via. I risultati mostrano come negli ultimi dieci anni l'andamento del tasso di interesse sia stato il principale fattore di spinta dei prezzi nella maggior parte dei paesi. In particolare, a parità di condizioni, in Spagna, Paesi Bassi, Danimarca e Irlanda sarebbe attribuibile ai movimenti del tasso d'interesse una quota compresa tra il 50 e il 70% dell'aumento dei prezzi (in termini reali). L'aumento dei redditi reali avrebbe rappresentato un importante fattore di spinta soprattutto in Norvegia e Grecia, mentre la crescita della popolazione avrebbe giocato un ruolo di rilievo, tra gli altri, negli Stati Uniti. L'aumento dell'offerta di abitazioni registrato nello stesso periodo ha contribuito a sua volta a mitigare l'effetto di queste variabili, ma lo ha fatto in modo diseguale tra i vari paesi, con effetti maggiori nel Regno Unito, in Danimarca, in Italia e in Svezia. I fattori residuali (ossia l'aspettativa di un ulteriore aumento dei prezzi derivata dalla semplice osservazione del loro andamento passato) si sono rivelati significativi soprattutto per Grecia, Svezia, Belgio, Danimarca, Spagna e Regno Unito. L'effetto "attesa di ulteriore aumento" sembra invece essere stato molto più contenuto nel caso dell'Italia, mentre per la Germania ha avuto un impatto negativo sulla crescita dei prezzi.

Secondo alcune stime condotte dagli stessi autori, in sei dei paesi considerati (Belgio, Regno Unito, Danimarca, Grecia, Spagna, e Svezia) nel decennio 1997-2007 i prezzi delle case in termini reali sono cresciuti in media del 47% più di quanto sarebbe stato prevedibile considerando solo l'andamento dei fattori strutturali. Per questi paesi, quindi, i fattori residuali e instabili legati al cambiamento delle aspettative sembrano aver svolto un ruolo decisivo nell'andamento delle quotazioni e, pertanto, i mercati immobiliari di questi paesi sarebbero più a rischio di brusche variazioni rispetto agli altri. L'aspetto più interessante è che non si tratta di tutti i paesi in cui l'aumento dei prezzi è stato maggiore: in Irlanda, ad esempio, l'aumento risulta spiegato quasi totalmente dalle variabili strutturali. La sorpresa riguarda però soprattutto l'assenza degli Stati Uniti. In realtà per questo paese, più che per gli altri, esiste un problema di rappresentatività dei prezzi utilizzati. Trattandosi di una realtà estremamente variegata, l'adozione di un unico indicatore rende i risultati delle analisi poco rappresentativi delle situazioni dei diversi stati. Vi è infine da notare l'assenza, tra i paesi con prezzi sopravvalutati rispetto alle variabili strutturali e quindi a rischio di brusche variazioni in corrispondenza di un mutamento delle aspettative, dell'Italia.

### **La congiuntura immobiliare in Italia**

In Italia, dal 1997 al 2007 i prezzi delle abitazioni hanno registrato un aumento del 98%, una crescita sostenuta anche se inferiore a quella della maggior parte degli altri paesi.

Il ciclo di crescita del mercato immobiliare italiano comincia tuttavia a mostrare chiari segnali di frenata. Secondo l'ultima rilevazione Nomisma,<sup>2</sup> a giugno in Italia i prezzi delle abitazioni hanno registrato una crescita media del 2% nel primo semestre, pari a un +5,1% se considerata su base annua (giu. 2006-giu. 2007). Il dato presenta ampie disparità tra le aree territoriali: si passa infatti da incrementi prossimi al 4% in alcune città (+3,7% a Bari e Genova) a contrazioni, sebbene di modesta entità, in altre (-0,2% a Firenze). In media, si tratta comunque dell'incremento più contenuto dal 1998, anno di inizio del ciclo di crescita dei prezzi, mentre una variazione negativa (sia pur limitata a una sola città) non si osservava dal 1999.

<sup>1</sup> Miles D. K. e V. C. Pillonca, *Financial innovation and European housing mortgage markets*, Morgan Stanley, luglio, 2007.

<sup>2</sup> Nomisma, *Osservatorio sul mercato immobiliare*, n. 3, novembre, 2007.

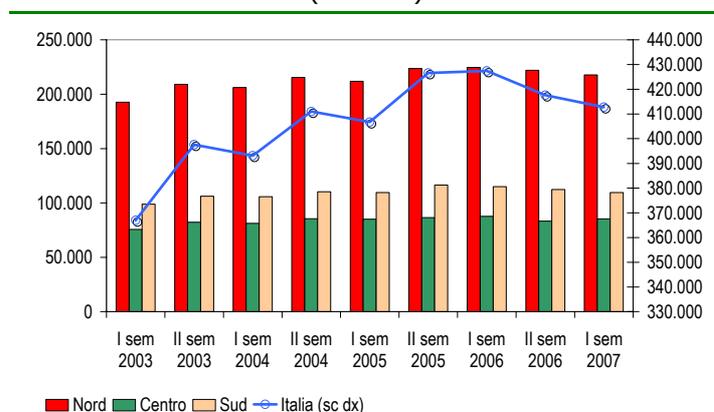
A parte i prezzi, altri parametri utilizzati per analizzare l'andamento del mercato immobiliare, il numero delle compravendite, il tempo necessario per vendere un'abitazione e lo sconto praticato sul prezzo iniziale, indicano un probabile ridimensionamento del mercato immobiliare più deciso di quanto l'andamento dei prezzi ancora non lasci trasparire.

Secondo i dati dell'Agenzia del Territorio,<sup>3</sup> nel primo semestre del 2007 il numero delle compravendite residenziali ha subito una contrazione del 3,4% rispetto allo stesso periodo del 2006, con flessioni maggiori nelle regioni del Sud (-4,6%). Tra le otto principali città italiane, il calo si attesta in media sul 9,7%, con flessioni più consistenti a Napoli (-14,2%), Palermo (-13,7%) e Milano (-13,5%). Unica città con segno positivo è Torino, con un +0,5%.

Nel complesso, la prima parte dell'anno ha confermato una tendenza, che ormai appare consolidata, verso un sensibile spostamento delle compravendite dai capoluoghi ai comuni più piccoli, che ha portato la porzione di vendite nei capoluoghi sul totale al 28,8%, dal 31,3% del primo semestre del 2003.

Alla contrazione del numero delle compravendite ha corrisposto un aumento dei tempi medi di vendita: il numero di mesi attualmente necessari per vendere un'abitazione nelle 13 aree urbane censite da Nomisma è salito a circa 5, dai 3,5 del 2002. Anche lo sconto medio applicato sul prezzo originariamente richiesto nel primo semestre dell'anno risulta in leggera crescita (dal 10% circa del 2002 all'11,5% circa), ma non sembra positivamente correlato all'andamento dei prezzi. A partire dal 1998, a fronte di una crescita sostenuta delle quotazioni immobiliari lo sconto è rimasto pressoché costante, mostrando timidi segnali di ripresa solo nell'ultimo anno, più consistenti soprattutto nelle aree in cui la domanda è risultata più debole.

### Compravendite residenziali in Italia per macroarea (numero)



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia del Territorio

### Ciclo immobiliare e ciclo delle costruzioni nel punto di svolta

Seppure più contenuta rispetto a quella degli anni precedenti, la crescita dei prezzi degli immobili registrata nel I semestre del 2007 in Italia allunga ulteriormente la fase positiva dell'attuale ciclo immobiliare. I dati sembrano tuttavia convergere verso una graduale chiusura della fase di crescita, che le variabili strutturali sottostanti sembrerebbero tuttavia indicare meno traumatica di quanto previsto da una parte degli operatori del comparto. Modelli econometrici basati sull'andamento previsto di alcune variabili, quali il tasso di crescita del Pil o i redditi delle famiglie, indicherebbero infatti per il prossimo anno ancora una lieve crescita. Nonostante ciò, il giudizio degli osservatori è tendenzialmente concorde

<sup>3</sup> Agenzia del Territorio, "Il mercato immobiliare nel primo semestre 2007", Osservatorio mercato immobiliare, novembre, 2007.

nel ritenere pressoché al termine l'attuale ciclo che, comunque, rispetto ai tre che lo hanno preceduto dal 1965, è stato molto più lungo (14 anni contro gli 8 circa in media dei tre precedenti), in particolare nella fase di crescita (nove anni contro i quattro di media dei precedenti).

Con il 2007 sembra avviarsi a conclusione anche la lunga fase di crescita del comparto delle costruzioni (nove anni di sviluppo ininterrotto, il ciclo più lungo dal 1970) che ha accompagnato l'ascesa dell'immobiliare italiano. Dal 1998 al 2006 gli investimenti in costruzioni hanno registrato una crescita del 25,5% a fronte di un incremento del Pil pari a meno della metà (11,3%). Tuttavia, secondo i dati dell'ANCE,<sup>4</sup> per la prima volta dal 1998 quest'anno gli investimenti in costruzioni dovrebbero crescere a un ritmo inferiore a quello del Pil.

### Investimenti in costruzioni e Pil

(var % a/a)

	Abitazioni		PIL
	Nuovo	Manutenzione straordinaria	
1999	-2,1	5,7	1,9
2000	6,2	4,5	3,6
2001	0,3	2,5	1,8
2002	5,9	3,0	0,3
2003	4,3	1,5	0
2004	4,5	5,0	1,2
2005	2,5	2,0	0,1
2006	3,0	4,1	1,9
1998/2006	27,1	32,0	11,3

Fonte: ANCE

Il settore delle costruzioni ha raggiunto nel 2006 un valore pari al 9,9% del Pil; rappresenta ormai oltre il 46% degli investimenti fissi lordi realizzati in Italia e impiega il 27,9% degli occupati dell'industria e l'8,4% di quelli complessivi. Alla forza del settore ha contribuito in modo rilevante il comparto residenziale, nelle sue due componenti, gli interventi di riqualificazione (in crescita dal 1998) e la nuova edilizia abitativa (in crescita dal 1999). Per quest'ultima tuttavia, i segnali di una prossima flessione sono sempre più numerosi: secondo le ultime rilevazioni campionarie svolte dall'ANCE sulle imprese associate, la domanda delle famiglie per l'acquisto della casa per uso diretto è prevista in flessione; i giudizi negativi prevalgono in tutte le regioni ad eccezione di quelle del Mezzogiorno. La domanda di abitazioni da parte delle famiglie a scopo di investimento è invece prevista in diminuzione in tutto il paese.

Al pessimismo degli operatori si combina anche un indebolimento della propensione delle famiglie all'acquisto dell'abitazione registrata nelle indagini congiunturali dell'ISAE, secondo le quali la percentuale di coloro i quali intendono acquistare una abitazione nei 12 mesi successivi all'intervista è in calo dal III trimestre del 2005, con flessioni più consistenti a partire dal II trimestre di quest'anno. L'attrattiva della casa come strumento di investimento è infine in discesa anche secondo l'indagine campionaria svolta dall'ACRI:<sup>5</sup> il 55% delle famiglie intervistate a fine ottobre lo ritiene un investimento attraente contro il 70% della precedente rilevazione (ottobre 2006).

<sup>4</sup> ANCE, *Osservatorio congiunturale sull'industria delle costruzioni*, ottobre, 2007.

<sup>5</sup> ACRI, *Gli italiani e il risparmio*, comunicato stampa del 31 ottobre 2007.

## Le previsioni sui prezzi

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,5	102,5	102,6	102,6	103,0	102,2
2007	102,5	102,8	103,5	104,2	104,5	104,6	104,2	104,3	104,8	105,3	105,7	105,9	104,4
2008	105,3	105,5	106,1	106,9	107,2	107,3	107,0	107,1	107,3	107,7	107,9	108,2	107,0
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	-0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2
2007	-0,6	0,2	0,7	0,7	0,2	0,1	-0,3	0,1	0,4	0,5	0,4	0,2	0,2
2008	-0,6	0,2	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,3	0,1	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,4	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	2,2
2007	1,8	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	3,0	2,8	2,1
2008	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,4	2,3	2,1	2,1	2,5
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,5	102,7	102,1	102,2	102,9	103,7	104,0	104,1	102,4
2007	103,0	103,1	104,3	105,0	105,4	105,6	105,0	104,7	105,6	106,4	106,7	106,9	105,1
2008	105,7	105,8	107,1	107,7	108,0	108,2	107,9	107,6	108,3	108,6	108,7	108,8	107,7
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	-1,1	0,1	1,2	0,6	0,4	0,2	-0,6	-0,2	0,8	0,8	0,3	0,1	0,2
2008	-1,1	0,1	1,2	0,6	0,3	0,2	-0,3	-0,3	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,8	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,3
2007	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	2,3	2,5	2,6	2,0
2008	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,8	2,7	2,6	2,0	1,8	1,8	2,4
<b>ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,4	130,3	130,4	130,5	129,8
2007	130,6	131,0	131,2	131,4	131,8	132,1	132,3	132,6	132,6	133,0	133,5	133,6	132,1
2008	133,8	134,2	134,5	134,7	135,1	135,4	135,7	135,9	135,9	136,1	136,2	136,3	135,3
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
2007	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,3	0,4	0,1	0,2
2008	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1
2007	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	1,7	2,1	2,4	2,4	1,8
2008	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3	2,0	2,0	2,4

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.