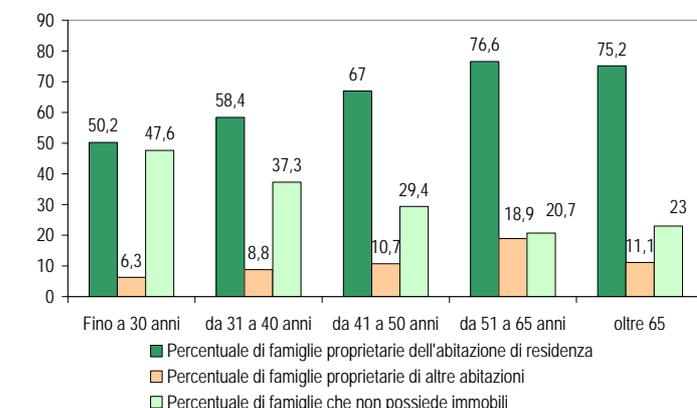


## Immobili posseduti dalle famiglie italiane per età del capofamiglia

(percentuale di possesso per ogni classe di età)



Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati Banca d'Italia

**Pag. 2** – La crisi del **mercato immobiliare** investe in maniera diversa le principali economie. Negli USA i prezzi delle case scendono del 10% all'anno. In Spagna le compravendite crollano di circa il 30%. In Italia i listini segnalano un contenuto rallentamento della crescita delle quotazioni immobiliari - dal +6% del 2006 al +5% del 2007 - ma le compravendite scendono del 10% e i tempi medi di vendita di un immobile salgono intorno ai 5 mesi. L'Italia rimane il paese con la più bassa esposizione sui mutui rispetto al PIL. Su ogni 100 euro di prodotto, in Italia ci sono solo 17,3 euro di mutui contro 59,2 euro in Spagna e 39,9 euro in Germania. Il Belpaese non è, però, un luogo dove i giovani diventano facilmente proprietari di immobili. Solo il 50% dei capifamiglia con età fino a 30 anni è proprietario dell'abitazione di residenza contro almeno il 75% degli ultracinquantenni.

**Pag. 7** - Dopo un lungo periodo in cui era rimasta al di sotto della crescita delle retribuzioni, **l'inflazione** torna a crescere al di sopra dei salari. Nel primo bimestre del 2008 l'incremento annuo dei prezzi al consumo è stato di circa mezzo punto superiore alla crescita delle retribuzioni orarie contrattuali (+2,5%). Accelerano anche i prezzi industriali (+5,7% a/a a febbraio).

13

2008

4 aprile 2008

## Non è un mattone per giovani

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

**I mercati immobiliari mondiali appaiono ormai in una fase di rallentamento strutturale delle quotazioni. Situazioni di reale flessione dei prezzi si registrano tuttavia solo negli Stati Uniti (dove l'indice Case-Shiller a gennaio ha registrato la quinta flessione mensile consecutiva arrivando a -10,7% a/a) e in Irlanda. I paesi che dal 1997 al 2007 hanno registrato gli incrementi più consistenti (tra questi Sud Africa, Spagna, Francia e Regno Unito) continuano a mostrare aumenti, sia pur contenuti, dei prezzi. In Spagna i primi dati disponibili per il 2008 mostrano un forte calo del numero di compravendite.**

**In Italia i segnali di rallentamento del mercato (allungamento, fino a 5 mesi, del tempo necessario per vendere un immobile e contrazione del 3,3% del numero di compravendite nel 2007) si accompagnano a un andamento ancora positivo dei prezzi, cresciuti nel 2007 del 5% circa.**

**Il mercato immobiliare italiano presenta alcune caratteristiche peculiari: a fronte di un tasso di proprietà elevato (il 70% circa delle famiglie è proprietaria dell'abitazione di residenza), si registra il rapporto tra mutui e Pil più basso tra i principali partner europei: 17,3%, contro il 34,6% circa della Francia, il 39,9% della Germania e il 59,2% della Spagna. Una delle spiegazioni di tale fenomeno sarebbe da ricercare nel ruolo giocato da donazioni, eredità e sostegno finanziario da parte della famiglia dell'acquirente. Secondo alcune stime circa un terzo dei proprietari italiani dichiara di aver ricevuto la propria casa in dono, o di aver beneficiato di un sostegno finanziario per l'acquisto.**

**In Italia la percentuale dei proprietari cresce all'aumentare dell'età: circa 8 famiglie su dieci con capofamiglia di età compresa tra i 51 e i 65 anni posseggono l'abitazione di proprietà. Al contrario, solo una famiglia su due con capofamiglia under-30 possiede la propria abitazione.**

### Il mercato immobiliare mondiale: chi scende?

Il mercato immobiliare mondiale sembra aver consolidato la fase di rallentamento. Contrariamente all'opinione comune, tuttavia, la maggior parte dei paesi continua a registrare variazioni positive delle quotazioni, sia pure più contenute che nel passato. Secondo le ultime rilevazioni,<sup>1</sup> a fine 2007, a parte Giappone e Germania (che negli ultimi dieci anni insieme a Hong Kong sono stati gli unici mercati a registrare una flessione o una stazionarietà del mercato) variazioni negative si segnalavano solo in Irlanda e negli Stati Uniti (nel 2007 il Case Shiller National Index ha segnato un -8,9% a/a mentre il Case-Shiller Ten-cities Index un -9,8% a/a).

In Irlanda, negli ultimi dieci anni redditi e popolazione in forte crescita hanno dato impulso a un mercato immobiliare che ha segnato un'espansione tra le maggiori al mondo: +227%. All'aumento della domanda ha fatto seguito anche una forte crescita dell'offerta: nel 2006 il numero di nuove abitazioni costruite era pari a cinque volte il dato del 1990, a fronte di un mercato piuttosto statico nel resto d'Europa. Le quotazioni in aumento hanno determinato anche una crescita sostenuta dei debiti delle famiglie, mentre il rapporto tra i prezzi delle abitazioni e il reddito medio ha raggiunto uno dei valori più alti tra i paesi Ocse. Nonostante alcuni segnali di rallentamento, nel corso del 2006 (in cui i prezzi sono saliti del 13% circa), gli operatori avevano continuato a ipotizzare una ulteriore crescita delle quotazioni immobiliari, smentite poi dai dati del 2007 (-7,3% a/a). A differenza di altri paesi (soprattutto Regno Unito), tuttavia, gli irlandesi non hanno utilizzato il maggior valore dalle loro abitazioni per finanziare una maggiore spesa per consumi. L'effetto negativo sull'economia del ridimensionamento del mercato immobiliare dovrebbe quindi essere contenuto. Le maggiori ripercussioni potrebbero aversi sul fronte dell'occupazione, che risentirà pesantemente di un rallentamento nel settore delle costruzioni.

---

<sup>1</sup> Ci si riferisce in particolare all'Economist House Price Index, elaborato sulla base di indicatori forniti dai singoli paesi e pubblicato il 29 febbraio 2008.

Dopo il dato negativo di fine 2007, la flessione del mercato immobiliare statunitense appare consistente anche nei primi mesi del 2008: a gennaio il valore del Case Shiller National Index ha registrato un'ulteriore flessione del 2,4% rispetto a dicembre e del 10,7% rispetto a gennaio 2007, la quinta consecutiva da settembre 2007. In 16 delle 20 città censite dall'indice il calo dei prezzi ha raggiunto livelli record, e in 10 casi su 20 la flessione è stata a due cifre (a Miami, ad esempio, il calo è stato del 19,3% a/a, a Las Vegas del 16,5% a/a, a Phoenix del 18,2%).

Segnali di rallentamento, sebbene ancora non nei prezzi (a fine 2007 l'incremento delle quotazioni su base annua è stato ancora positivo e pari al +4,8% a/a), cominciano a manifestarsi anche sul mercato spagnolo. Secondo L'INE (Istituto Nacional de Estadística), a gennaio le compravendite di abitazioni nelle aree urbane hanno subito una contrazione del 27,1% a/a. La flessione è risultata particolarmente marcata nel segmento delle abitazioni usate (-35,6% a/a).

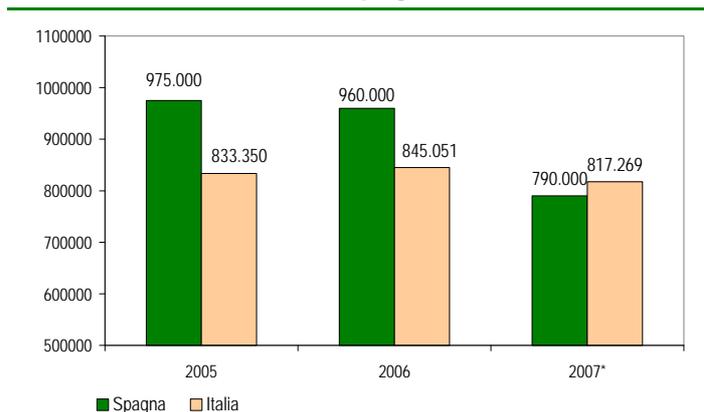
Tra i paesi in cui tra il 1997 e il 2007 si sono avuti gli incrementi più consistenti dei prezzi degli immobili Australia, Belgio e Svezia continuano a registrare variazioni superiori al 10% e maggiori di quelle registrate a fine 2006. Sud Africa, Francia e Regno Unito (paesi in cui le quotazioni delle abitazioni sono cresciute ben oltre il 150% nei dieci anni passati) mostrano incrementi positivi, anche se inferiori al 5% e in flessione rispetto alla rilevazione di fine 2006.

### L'Italia

In Italia il mercato ha seguito un trend crescente, ma più moderato. Negli ultimi dieci anni i prezzi sono raddoppiati. Il dato di fine 2007 riporta un aumento del 5% a/a circa contro il 6% circa rilevato nel 2006. La decelerazione dei prezzi si associa ad altri segnali di rallentamento. Secondo l'ultimo rapporto Nomisma nel 2007 il numero delle compravendite residenziali ha registrato una flessione del 3,3% a/a arrivando a 817.269. La contrazione è risultata particolarmente marcata nelle 13 grandi aree urbane censite (-9,7% a/a). Nelle stesse città le compravendite non residenziali hanno subito una flessione ancora più marcata: -11,4% a/a.

La contrazione del numero di compravendite in Italia appare tuttavia ancora moderata, soprattutto se confrontata con dati analoghi di altri paesi europei come la Spagna.

**Numero delle compravendite immobiliari in Italia e in Spagna**



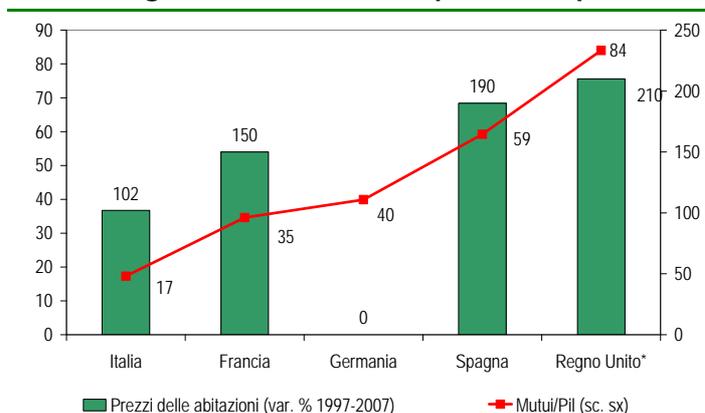
\* Per l'Italia elaborazioni Nomisma su dati Agenzia del Territorio.

Fonte: Agenzia del Territorio, Nomisma, elaborazioni FT su dati Instituto Nacional de Estadística.

L'indebolimento della domanda è testimoniato anche dall'ulteriore allungamento dei tempi di vendita (attualmente intorno ai 5 mesi di media sia nelle grandi aree urbane censite, sia

nelle città intermedie) che risultano ormai simili a quelli registrati alla fine degli anni Novanta, e molto cresciuti rispetto al tempo minimo (tre mesi e mezzo circa) necessario per vendere un'abitazione nel 2002. Le indicazioni provenienti dallo sconto medio applicato sul prezzo di vendita vanno nella stessa direzione.

### Stock dei mutui su Pil in % e variazione dei prezzi degli immobili in alcuni paesi europei

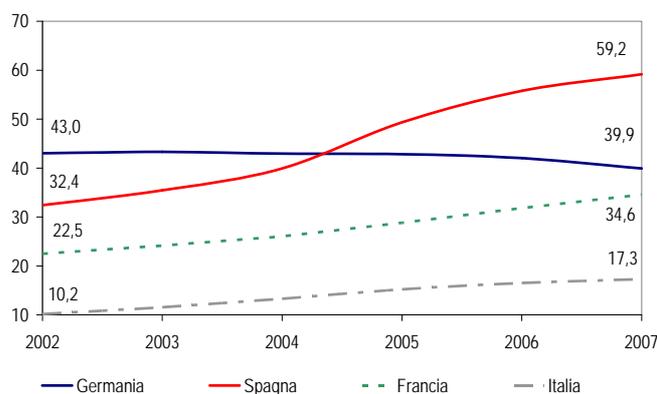


\* Valore al 2006.

Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi, su dati BCE, Economist.

La tenuta dei prezzi, a dispetto dell'andamento negativo delle altre variabili, viene in parte attribuita all'ancora scarso indebitamento delle famiglie italiane sul fronte dei mutui. In Italia il rapporto tra mutui e Pil è pari a circa il 17,3%, in crescita dal 10,2% del 2002, ma ampiamente inferiore al dato dei principali partner europei: 34,6% della Francia, 39,9% della Germania e 59,2% della Spagna. Il valore di tale rapporto discende da un'altrettanto contenuta incidenza delle passività delle famiglie italiane sul Pil: secondo i dati Eurostat, a fine 2006 questo era pari al 38,1% in Italia, contro il 56,6% della Francia, il 67,4% della Germania e l'85,2% della Spagna.

### Andamento del rapporto tra stock dei mutui e Pil in % in alcuni paesi europei tra il 2002 e il 2007



Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati BCE, Eurostat.

In Italia il rapporto tra mutui e Pil è rimasto molto contenuto e tra i più bassi nonostante il tasso di proprietà dell'abitazione di residenza risulti elevato. Alcune indagini<sup>2</sup> hanno dimostrato come ciò sia in parte da attribuire a un consistente intervento di donazioni, eredità e sostegno finanziario da parte della famiglia dell'acquirente. Secondo Guiso e Jappelli (i cui dati si fermano però al 2002), in Italia un terzo dei proprietari dichiara di aver ricevuto la propria casa in dono, o di aver beneficiato di un sostegno finanziario per l'acquisto. In un'indagine analoga riferita agli Stati Uniti a dichiarare di aver beneficiato di un sostegno finanziario (che comunque raramente supera la metà del valore dell'immobile) è una percentuale inferiore, pari a non oltre un acquirente su cinque.

### Una forbice generazionale nella proprietà immobiliare

L'analisi dei microdati messi a disposizione dalla Banca d'Italia<sup>3</sup> permette indagini più approfondite sulla condizione delle famiglie italiane con riferimento al mercato immobiliare. Nel 2006 (anno cui si riferiscono i dati più recenti pubblicati a gennaio 2008) poco meno del 70% delle famiglie italiane risultava proprietaria dell'abitazione di residenza, contro il 21% circa che dichiarava di pagare un affitto. La percentuale di famiglie proprietarie, sebbene elevata, non è tuttavia la più alta in Europa. Secondo alcune stime recenti,<sup>4</sup> oltre l'80% delle famiglie spagnole sarebbe infatti proprietaria dell'abitazione di residenza, seguita dal 78% circa delle irlandesi, e da quelle greche, del Regno Unito e del Belgio. All'estremo opposto, Germania, Svezia e Danimarca presentano ancora tassi di proprietà piuttosto bassi (in particolare in Germania inferiori al 50%). Negli Stati Uniti, secondo i dati dell'U.S. Census la percentuale sarebbe di poco inferiore al 70%.

Un'analisi di lungo periodo mostra come tale percentuale in Europa, dopo aver conosciuto una fase di crescita pressoché ininterrotta a partire dagli anni Sessanta,<sup>5</sup> abbia ora rallentato, fino a una vera e propria contrazione in alcuni paesi (Irlanda e Finlandia su tutti).

In generale, la percentuale dei proprietari cresce all'aumentare dell'età: in Italia circa 8 famiglie su dieci con capifamiglia di età compresa tra i 51 e i 65 anni posseggono l'abitazione di proprietà. Il tasso tende a decrescere leggermente nella fascia di età successiva, pur rimanendo comunque elevato, mentre solo una famiglia su due con capofamiglia under-30 possiede la propria abitazione. La correlazione positiva tra età e proprietà è meno forte in alcuni paesi europei; inoltre, nei Paesi Bassi, Danimarca, Austria, Germania e Regno Unito la popolazione con più di 65 anni non proprietaria più raramente che in Italia acquista un immobile; al contrario, in corrispondenza di questa fascia di età si osservano frequenti disinvestimenti immobiliari. Nei paesi anglosassoni e in quelli scandinavi, inoltre, si osserva un tasso di proprietà più alto di quello italiano in corrispondenza delle coorti più giovani.

In Italia permane inoltre un'elevata correlazione con il reddito percepito dal capofamiglia (nei due quintili più alti quasi la totalità delle famiglie intervistate possiede l'abitazione, contro il 2% appena del quintile più basso) e di conseguenza con la condizione professionale, mentre le percentuali appaiono meno polarizzate se si guarda al titolo di studio.

I comuni piccoli (fino a 20.000 abitanti) e le aree del Centro sono quelle in cui è possibile rilevare le percentuali di proprietà maggiori.

Il dettaglio di analisi permesso dai microdati (che arrivano fino a ogni singola unità intervistata) consente inoltre di osservare che dal 1997 al 2006 (periodo in cui il mercato immobiliare ha conosciuto una crescita ininterrotta) circa il 15% delle famiglie del campione ha acquistato un'abitazione, soprattutto da privati. Nell'ultimo anno cui si riferisce la rilevazione il 9,6% circa dei proprietari pagava un mutuo, di lunghezza media di circa 17

<sup>2</sup> Si veda Guiso L. e T. Jappelli, "Stockholding in Italy", *CSEF Working Paper*, Università di Salerno, n. 82, 2002.

<sup>3</sup> Banca d'Italia, "I bilanci delle famiglie italiane nel 2006", *Supplemento al bollettino statistico*, n. 7 2008. Database disponibile su [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

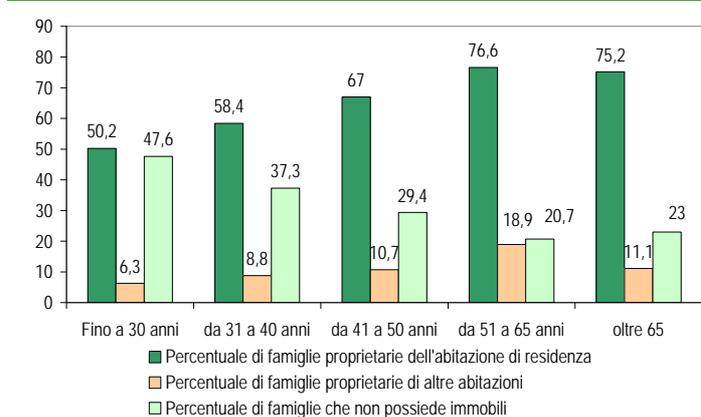
<sup>4</sup> Si veda ad esempio Haffner M., "Patterns of European Home Ownership", IPD European Residential Investment Conference, Wiebaden, 3-4 settembre 2007.

<sup>5</sup> Si veda Nomisma/Ministero delle infrastrutture, *La condizione abitativa in Italia*, Agra editrice, Roma, 2007.

anni (15 anni è invece il valore mediano e la moda).<sup>6</sup> Sempre nel 2006, tra i proprietari risultava prevalente la percentuale di coloro i quali aveva un mutuo a tasso variabile (55%, contro il 43% a tasso fisso).

### Immobili posseduti dalle famiglie italiane per età del capofamiglia

(percentuale di possesso per ogni classe di età)



Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati Banca d'Italia

La valutazione che le famiglie italiane danno dell'abitazione di proprietà è in generale piuttosto positiva: oltre il 26% considera la propria una zona di pregio, contro appena il 2,5% che ritiene di abitare in una degradata.

### Cresce la reazione dei consumi all'andamento del mercato immobiliare

La lunga fase di crescita dei prezzi degli immobili, e il peso che le attività reali hanno nel portafoglio delle famiglie, uniti alla disponibilità di microdati relativi alla condizione finanziaria delle stesse, hanno moltiplicato gli studi che indagano sulle ripercussioni, in termini di consumi e investimenti, dei cicli immobiliari.

Secondo alcuni studi recenti (riferiti soprattutto al caso statunitense)<sup>7</sup> i riflessi (*spillover*) che il mercato immobiliare ha sull'intera economia sono consistenti e in crescita, e riguardano soprattutto i consumi; gli investimenti ne risultano solo marginalmente coinvolti. Negli Stati Uniti l'aumento del *loan-to-value* (porzione di acquisto immobiliare finanziato con un prestito), e una serie di leggi che hanno favorito l'attività di prestito dal 1986 hanno amplificato la risposta dei consumi agli shock che si verificano sul mercato immobiliare. In Italia, recenti indagini<sup>8</sup> mostrano una propensione marginale al consumo indotta da una variazione nel prezzo degli immobili dell'ordine del 5%, un valore simile a quello che altre indagini rilevano tra consumi e variazione della ricchezza immobiliare. La reazione positiva all'aumento dei prezzi (misurato attraverso un particolare indicatore) si concentra quasi totalmente tra le famiglie più vecchie (per convenzione quelle con un capofamiglia con più di 45 anni), mentre per le giovani la reazione è praticamente nulla. La propensione al consumo indotta dalla variazione dei prezzi è infine piuttosto alta (8% circa) se riferita al gruppo delle famiglie più povere.

<sup>6</sup> Il valore modale è quello cui si riferisce la frequenza maggiore: nel caso in esame il dato si riferisce al fatto che nel 2006 la maggior parte delle famiglie tra quelle proprietarie del campione con un mutuo in essere ne aveva uno di lunghezza pari a 15 anni.

<sup>7</sup> Si vedano: Iacovello M. e S. Neri, "Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model", *Temi di discussione*, Banca d'Italia, n. 659, 2008; Davis M., e J. Heathcote, "Housing and the Business Cycle", *FED Working Paper*, novembre 2003.

<sup>8</sup> Grant G. e T.A. Peltonen, "Housing and Equity Wealth Effects of Italian Households", *BCE Working Paper Series*, n. 857, gennaio 2008.

## I prezzi corrono più dei salari

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 –antonio.sagnotti@bnlmail.com

In Italia, l'inflazione si è portata a marzo al 3,6% (indice armonizzato). Nell'area dell'euro il livello dei prezzi ha raggiunto il 3,5%. La velocità di crescita dell'inflazione, raddoppiata negli ultimi sei mesi, è da imputare sia all'accelerazione delle quotazioni del petrolio, sia ai forti incrementi dei prezzi dei generi alimentari.

Nel primo bimestre di quest'anno, le retribuzioni orarie contrattuali hanno registrato un incremento tendenziale del 2,5%, inferiore di circa mezzo punto percentuale a quello dei prezzi al consumo. I contratti collettivi nazionali di lavoro in vigore erano pari, a febbraio 2008, a circa il 46% del totale, contro il 29% di agosto 2007.

Corrono anche i prezzi alla produzione. A febbraio, l'indice ha riportato un aumento dello 0,7% sul mese precedente e del 5,7% rispetto a un anno prima. Il ritmo di crescita dei prezzi industriali è quasi triplicato rispetto a luglio scorso. Responsabile di questa accelerazione è stato il comparto dei beni energetici; al netto di questa componente, la crescita dei prezzi si sarebbe fermata al 3%.

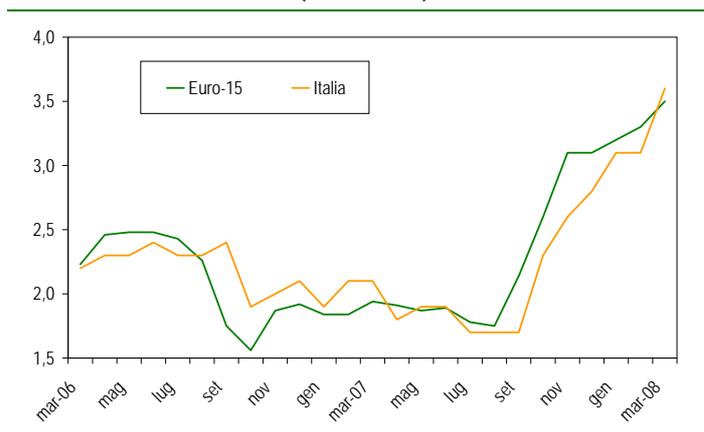
Positivi i dati del commercio extra-Ue nel primo bimestre del 2008. L'export è aumentato del 18,1% e le importazioni del 12,5%. Aumenti consistenti delle esportazioni si sono avuti con la Russia, i paesi OPEC, gli Usa e la Cina.

### Inflazione armonizzata oltre il tre e mezzo per cento a marzo

In Italia, la stima provvisoria dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo di marzo ha segnato una variazione positiva dell'1,6% rispetto al mese precedente e un aumento del 3,6% su base annua. Nell'area dell'euro, la stima *flash* dell'inflazione si è attestata al 3,5%. L'inflazione tedesca, che nel paniere europeo pesa per circa un terzo, ha evidenziato un incremento del 3,3%.

**L'inflazione in Italia e in Europa**

(var. % a/a)



Fonte: Istat, Eurostat

Va sottolineato come il livello dell'inflazione italiana sia raddoppiato in soli sei mesi. Questa accelerazione dei prezzi è spiegata in gran parte dalle elevate quotazioni del petrolio, che vanno a incidere sui capitoli dei carburanti e dei trasporti, ma anche dai forti incrementi dei prezzi dei generi alimentari. Nel primo trimestre del 2008, i prezzi al consumo sono aumentati mediamente del 3,3% sul corrispondente periodo del 2007. Nella media del 2008,

difficilmente l'inflazione in Italia potrà attestarsi al di sotto del 3,5%; potrebbe avvicinarsi al 4% qualora i corsi del greggio non dovessero stabilizzarsi, in corso d'anno, al di sotto della soglia dei 100 dollari per barile.

La stima preliminare dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (NIC) ha fatto registrare, sempre a marzo, una variazione positiva dello 0,5%, che ha portato il tasso tendenziale al 3,3% (dal 2,9% di febbraio), il valore più elevato dal 1996. Sulla base dei dati stimati dall'Istat, gli aumenti congiunturali più elevati dell'indice NIC si sono verificati nel capitolo dei trasporti (+1,4%), dei prodotti alimentari e dei servizi ricettivi e di ristorazione (+0,7% per entrambi). In tensione anche il capitolo dell'abitazione (+0,4%). Gli incrementi tendenziali più forti si sono avuti sempre nel capitolo energia (+10% circa, con punte di oltre il 20% per il gasolio), in quello dei trasporti (+5,8%) e degli alimentari (+5,5%, con punte per la pasta del +17%, per il pane del 13,2% e per il latte del 10,5%). Ancora in flessione il capitolo delle comunicazioni (-2,1%).

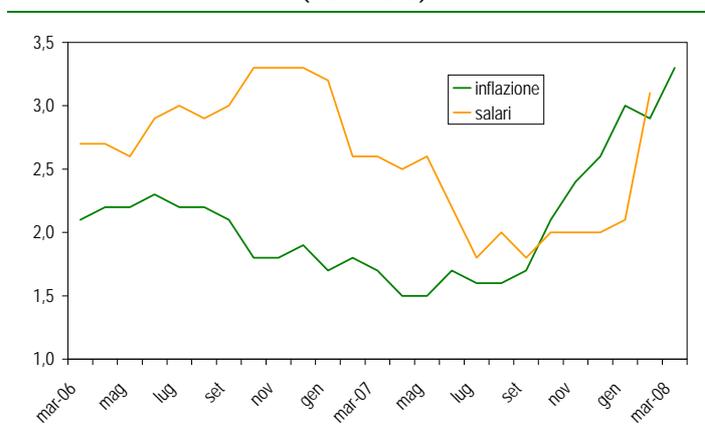
### Salari superati dall'inflazione

A febbraio 2008, l'indice delle retribuzioni orarie contrattuali ha segnato un aumento dell'1% rispetto al mese precedente e del 3,1% nei confronti dello stesso mese del 2007. Nella media del primo bimestre, l'aumento tendenziale delle retribuzioni è risultato pari al 2,5%.

Come si vede nel grafico, l'impennata dell'inflazione dell'ultimo semestre è stata più ampia di quella dei salari, che nei primi due mesi del 2008 hanno scontato gli aumenti dei rinnovi contrattuali riguardanti una cospicua fetta di occupati. I due fenomeni, pur se simultanei, sono indipendenti tra di loro in quanto gli incrementi contrattuali sono stati negoziati in base all'ipotesi di un'inflazione di medio periodo prossima al 2%. Nei mesi a venire, superato lo "scalino contrattuale", la curva dei salari dovrebbe lievemente ripiegare, o comunque stabilizzarsi, mentre è possibile che la curva dell'inflazione punti ancora verso l'alto, favorendo l'apertura di un gap tra le due variabili.

### Inflazione e salari in Italia

(var.% a/a)

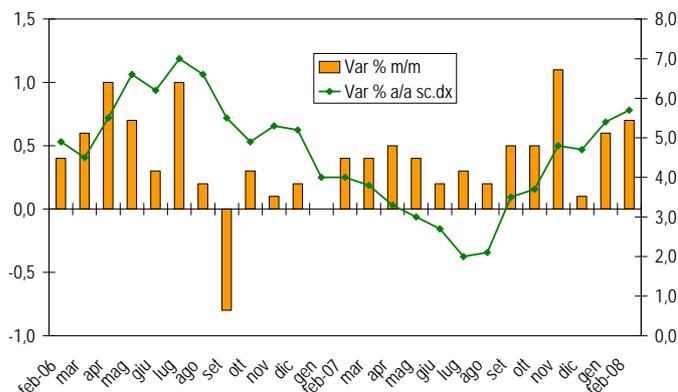


Fonte: Istat

### Prezzi industriali ancora in ascesa a febbraio

A febbraio 2008, i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno hanno registrato una variazione positiva dello 0,7% sul mese precedente e un aumento del 5,7% rispetto allo stesso mese di un anno prima. Si tratta dell'incremento tendenziale più elevato dall'agosto 2006. La variazione della media dell'indice nei primi due mesi del 2008 rispetto a quella del corrispondente periodo del 2007 è stata pari al 5,6%, mentre la variazione della media degli ultimi dodici mesi rispetto a quella dei dodici mesi precedenti si è attestata al 3,7%. Al netto dell'energia, i listini hanno segnato a febbraio un aumento congiunturale dello 0,4% e una crescita tendenziale del 3%.

### Italia: prezzi alla produzione nell'ultimo biennio



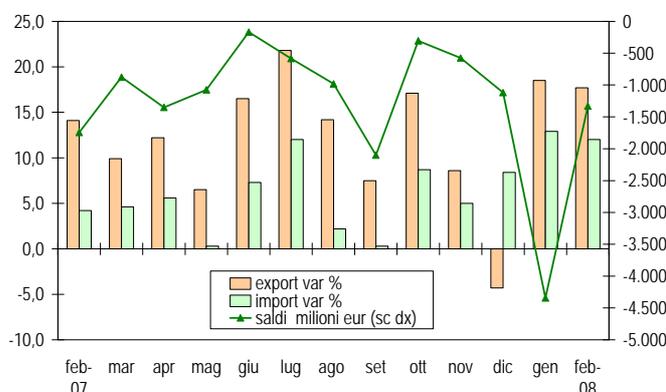
Fonte: Istat

Tra i principali raggruppamenti di industrie, l'incremento più elevato in assoluto è stato registrato dai prezzi del comparto dei beni energetici, che a febbraio ha evidenziato una crescita del 15,2% rispetto a un anno prima. Nel paniere dell'Istat, questa categoria di beni pesa per il 17,5% circa. I prezzi dei beni di consumo sono aumentati del 3,8%, quelli dei prodotti intermedi del 3,3%, mentre i prezzi dei beni strumentali hanno segnato l'aumento più contenuto (+2,6%). I prezzi del comparto energia, nella media degli ultimi sei mesi, hanno evidenziato un incremento tendenziale di oltre il 10%, ai massimi dal 2006. Ciò che va sottolineato è, tuttavia, la costante ascesa dei prezzi dei beni di consumo, che, hanno registrato, sempre nella media dell'ultimo semestre, una crescita su base annua del 3,5% circa, la più alta da oltre un decennio. E' un segnale che sta ad indicare come gli elevati corsi del greggio e delle altre commodity degli ultimi mesi abbiano ormai prodotto sensibili effetti di secondo livello, aprendo la strada a ulteriori possibili ricadute nella filiera della distribuzione.

### Commercio extra-Ue: buoni i risultati del primo bimestre 2008

A febbraio 2008, la dinamica tendenziale delle esportazioni verso i paesi extra-Ue è risultata superiore a quella delle importazioni: +17,7% e +12% rispettivamente. Si tratta di un trend che prosegue ininterrotto, con la sola eccezione di dicembre, dal febbraio 2007 (vedi grafico).

### Italia: interscambio con i paesi extra-Ue



Fonte: Istat

Il saldo commerciale è stato negativo per poco più di 1,3 miliardi di euro, in riduzione rispetto a quello registrato a settembre dello scorso anno (circa 1,8 miliardi). Nel primo bimestre del 2008, l'export è aumentato del 18,1% e le importazioni del 12,5%. Il saldo è risultato negativo per circa 5,7 miliardi di euro, mostrando un miglioramento rispetto al disavanzo di oltre 6 miliardi registrato nel corrispondente periodo del 2007.

Nei primi due mesi dell'anno in corso, le esportazioni sono aumentate verso tutti i paesi ed aree geo-economiche. Aumenti consistenti dell'export si sono avuti verso gli Usa (+10,2%, con una quota sul totale del 6,8%), i paesi OPEC (+31,6%, con una quota del 4,9%), la Russia (+32,8% con una quota del 2,7%), la Cina (+23% con quota dell'1,8%). Incrementi ragguardevoli dell'import hanno interessato soprattutto i paesi OPEC (+26,9% con quota del 9,3%) e la Cina (+8,5%, quota 5,9%). I deficit più elevati hanno riguardato sempre Cina e paesi OPEC (rispettivamente: 3,1 e 3,7 miliardi di euro). Il surplus più consistente in assoluto (circa 2 miliardi) è stato realizzato con gli USA.

## La crisi finanziaria negli Usa: un'onda ancora lunga

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

**La crisi finanziaria statunitense, in atto da oltre otto mesi, non sembra aver ancora dispiegato completamente i propri effetti. In passato le crisi finanziarie hanno comportato perdite pari al 3,2% del Pil nel caso del fallimento delle Saving and Loans statunitensi, al 10% nel caso delle banche svedesi negli anni novanta e al 20% del Pil nel caso della crisi bancaria in Giappone. Attualmente le perdite accertate in seguito alla crisi dei subprime sono nell'ordine dei 200 mld. di dollari, ma si stima un valore complessivo sensibilmente più elevato.**

**Il Segretario al Tesoro degli Usa Henry Paulson ha evidenziato l'esigenza di ripensare una rete normativa e di supervisione che sia coerente con la promozione e la gestione della stabilità finanziaria. La Fed in questo nuovo disegno normativo dovrebbe estendere i suoi poteri di vigilanza alle banche d'affari, alle compagnie assicurative, agli hedge fund e ad altre istituzioni finanziarie. Tra gli interventi prospettati da Paulson è prevista inoltre la fusione dell'autorità di vigilanza sulla borsa (SEC) con quella di regolamentazione dei mercati delle materie prime (la Commodity Futures Trading Commission). La creazione di un sistema così articolato richiederà molto tempo prima di poter operare in modo efficace.**

**Le correzioni attese nell'attivo del sistema finanziario potrebbero influenzare la crescita economica statunitense in modo significativo. Il Pil cresciuto dello 0,6% t/t annualizzato nell'ultimo trimestre 2007 è atteso con il segno negativo già a partire dal primo trimestre 2008. I segnali provenienti dalle indagini di fiducia e dai dati economici più recenti confermano uno scenario di forte rallentamento. Il tasso sui Fed funds, attualmente al 2,25%, è atteso scendere sotto la soglia del 2% già nei prossimi mesi. Potrebbero inoltre rendersi necessari ulteriori interventi di politica fiscale a sostegno di quelli di politica monetaria.**

### Aumenta la stima sulle perdite legate alla crisi finanziaria

La crisi finanziaria, originatasi sul mercato Usa circa otto mesi fa, non sembra aver dispiegato completamente i propri effetti, nonostante i numerosi interventi operati dalla Fed e da altre banche centrali.

Una delle principali criticità nella gestione della crisi risiede nella difficoltà a stimare le perdite collegate al settore immobiliare. Il Presidente della Fed Ben Bernanke che inizialmente aveva quantificato le perdite in circa 50 mld. di Usd, a inizio 2008 ha indicato un valore certamente multiplo rispetto alla cifra iniziale. Attualmente si stimano perdite, nel migliore dei casi, per un valore prossimo ai 400-450 mld. di dollari. Per meglio quantificare l'impatto sul circuito economico statunitense, a queste perdite dirette occorrerebbe poi aggiungere i costi impliciti di una recessione.

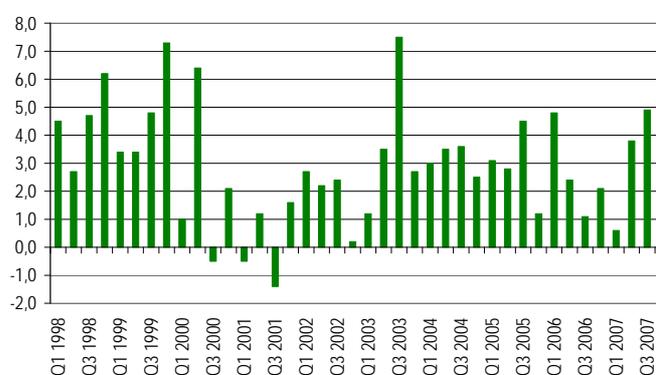
A livello internazionale le crisi finanziarie hanno avuto in passato impatti economici di varia entità. Si va da un valore pari al 3,2% del Pil nel caso del fallimento delle Saving and Loans statunitensi, al 10% del Pil nelle caso della crisi ingenerata dal fallimento delle banche svedesi negli anni '90 fino ad arrivare a circa il 20% del Pil nella crisi del sistema bancario in Giappone. Qualora le perdite legate alla crisi in corso fossero limitate a 400-450 mld. di Usd, si tratterebbe di un valore prossimo al 3% dell'attuale Pil statunitense, ma questo valore potrebbe essere rivisto al rialzo.

La Federal Reserve ha reagito alle turbolenze finanziarie in maniera decisa, intervenendo sui tassi e iniettando liquidità nel sistema con strumenti di politica monetaria anche non convenzionali. Queste misure, idonee in caso di crisi di liquidità, non sono state tuttavia sufficienti a riportare la fiducia sui mercati. I molti dubbi riguardo alle quantificazione delle perdite nei bilanci delle banche alimentano incertezza in merito all'adeguatezza del capitale delle stesse e ai possibili effetti di contagio. Qualora una crisi di solvibilità delle banche dovesse diffondersi, gli interventi di politica monetaria, indipendentemente dallo strumento utilizzato non sarebbero più efficaci, occorrerebbe intervenire attraverso interventi pubblici volti a favorire in modo più o meno diretto una ricapitalizzazione del sistema bancario.

Nei passati episodi di crisi finanziarie gli intermediari, che operano attraverso un meccanismo di leva finanziaria, dinanzi al verificarsi di perdite hanno reagito riducendo il grado di leva e cercando di ricapitalizzare. In questo caso la riduzione dei prestiti all'economia diventa un multiplo delle perdite in conto capitale. Un recente studio<sup>9</sup> ha quantificato l'impatto della crisi economica in corso in una riduzione del credito di circa il 10% dell'attivo complessivo pari a 2.000 mld. di Usd., con una contrazione pari a circa 900 mld di dollari che andrebbero ad impattare sulle famiglie e sugli utilizzatori finali. Questa restrizione del credito secondo l'analisi avrebbe un impatto negativo sul Pil dell'anno successivo pari a -1,3 punti percentuali. A ciò occorre aggiungere gli effetti sul Pil derivanti dalla crisi immobiliare che passano per altri canali come la perdita dell'effetto ricchezza dovuto al minor valore degli immobili e il calo degli investimenti nell'edilizia residenziale.

### Usa: tasso di crescita del Pil

(var. t/t annualizzata)



Fonte: Bureau of Economic Analysis

Da questa analisi emerge come le correzioni attese nell'attivo del sistema finanziario potrebbero influenzare la crescita economica statunitense in modo più accentuato rispetto al livello dei tassi di intervento. In questo contesto oltre a operare delle scelte di politica monetaria le autorità statunitensi stanno cercando di ripensare il sistema dei controlli.

### Verso un ripensamento del modello di supervisione bancaria e finanziaria

Il Segretario al Tesoro degli Usa Henry Paulson ha evidenziato l'esigenza di ripensare una rete normativa e di supervisione che sia coerente con la promozione e la gestione della stabilità finanziaria. Le proposte riguardano l'introduzione di forme più incisive di controllo sulle banche d'investimento, affidando maggiori poteri alla Federal Reserve. La banca centrale statunitense dovrebbe svolgere questo ruolo attraverso un maggior accesso alle informazioni e una più stretta cooperazione con le altre autorità federali impegnate sui mercati. Paulson ha inoltre tenuto a specificare il carattere di eccezionalità del pacchetto di interventi messo in atto dalla Fed nei giorni scorsi, in modo da ridurre potenziali comportamenti di azzardo morale da parte degli intermediari finanziari.

Nell'immediato, Paulson ha prospettato l'istituzione di una commissione di sorveglianza sui prestiti ipotecari con il compito di supervisionare il sistema ipotecario nei singoli stati del paese. La Fed dovrà inoltre essere in grado di ottenere informazioni da parte delle banche prima che queste abbiano accesso ai suoi prestiti.

Nel medio termine l'obiettivo è quello di creare una struttura di regolamentazione completamente nuova. Tra gli interventi prospettati da Paulson è prevista la fusione tra la SEC (la *Securities and Exchange Commission*, l'autorità di vigilanza sulla borsa) e la

<sup>9</sup> Greenlaw D., J. Hatzius, A.K. Kashyap, Hyun Song Shin, (2008), *Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown*, US Monetary Policy Forum Conference, February 29.

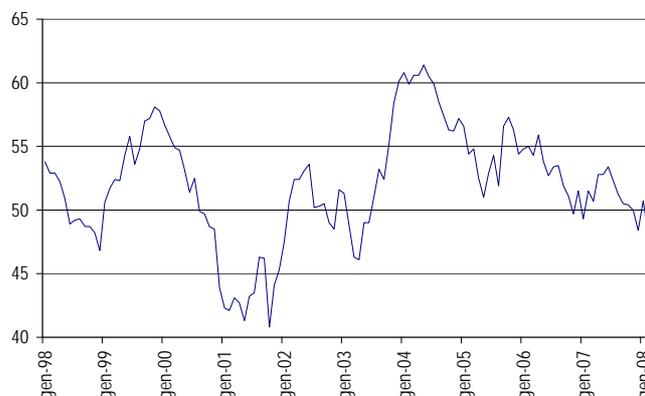
*Commodity Futures Trading Commission*, l'autorità di regolamentazione dei mercati delle materie prime. La Fed estenderà inoltre i suoi poteri di vigilanza alle banche d'affari, alle compagnie assicurative, agli hedge fund e ad altre istituzioni finanziarie. In sostanza la "nuova" Fed costituirà il fulcro del sistema. Nelle parole di Paulson la banca centrale statunitense "avrà la responsabilità e l'autorità di raccogliere appropriate informazioni, di renderle pubbliche e di collaborare con altri enti nel preparare regole e azioni correttive quando necessario per assicurare la stabilità dei mercati finanziari".

La creazione di un sistema così articolato richiederà molto tempo prima di poter operare in modo efficace. Restano dunque da studiare nuove azioni che possano ridare fiducia ai mercati nel breve termine, senza appesantire troppo l'eventuale onere pubblico qualora vengano messe in campo misure statali a sostegno del sistema.

### Si conferma la frenata nel quarto trimestre 2007, deboli le prospettive

La revisione del dato relativo al prodotto interno lordo Usa del quarto trimestre 2007 ha confermato la stima preliminare: tra ottobre e dicembre del 2007, l'economia statunitense ha evidenziato una crescita pari al +0,6% t/t annualizzato, con una frenata significativa rispetto al trimestre precedente (+4,9% t/t). Le componenti del Pil, nonostante l'invarianza del dato complessivo, hanno presentato alcune revisioni. Le spese per consumi e le esportazioni, sono state riviste al rialzo, mentre è rallentato rispetto alla prima stima il tasso di sviluppo degli investimenti aziendali. Sul fronte dell'inflazione, il deflatore dei consumi personali è salito del 3,9%, a fronte del +4,1% inizialmente reso noto e del +1,8% del terzo trimestre. Al netto dei prezzi dei beni alimentari ed energetici, il rialzo è stato del 2,5%, in calo rispetto al 2,7% della stima iniziale.

**Indice ISM settore manifatturiero**



Fonte: Datastream

L'indice ISM per il settore manifatturiero è aumentato in modo contenuto a marzo raggiungendo 48,6 da 48,3 di febbraio. Pur essendo questo valore inferiore alla quota 50, che segnala una contrazione dell'attività produttiva, il livello assoluto negli ultimi mesi è diminuito in modo contenuto. Analizzando le singole componenti emergono tuttavia alcuni chiari segnali di debolezza. La produzione scende a 48,6 da 50,7, i nuovi ordini scendono a 46,5 da 49,1 raggiungendo il valore minimo dal 2001. Questi dati vanno a rafforzare le indicazioni emerse le scorse settimane che segnalano l'appiattimento dei consumi (invariati m/m a febbraio) e l'attenuazione degli ordinativi di beni durevoli.

Gli ordini all'export restano positivi, a 56,5 a marzo da 56 di febbraio, mentre l'indice relativo alle importazioni scende a 45,0 da 47,5 del mese precedente. Si allarga il divario tra l'indicatore dell'export e quello dell'import, raggiungendo il valore più ampio dal 1990. La congiuntura internazionale ancora favorevole e la debolezza del dollaro nei confronti delle principali valute contribuiscono dunque a rendere meno violento l'impatto della crisi del credito sulla crescita economica.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, la componente occupazione pur restando sotto 50, migliora a 49,2 da 45,6 di febbraio. Dato il ritardo con cui reagisce il mercato del lavoro questa componente potrebbe indebolirsi in modo più evidente già nelle prossime rilevazioni. Negativi i segnali per quanto concerne i prezzi: la componente relativa ai prezzi pagati dalle imprese sale a 83,5, da 75,5 di febbraio su livelli massimi dal 2005.

Le indicazioni di un rallentamento delle pressioni inflazionistiche emerse dalla lettura delle componenti del Pil e dal dato di febbraio dei prezzi al consumo (rimasti al 4,0% a/a come il mese precedente) lasciano comunque spazio alla Fed per ulteriori interventi sul tasso sui fed funds, il cui livello potrebbe continuare a scendere sotto la soglia del 2% già nei prossimi mesi.

## Le previsioni sui prezzi

PREZZI AL CONSUMO													
<b>EURO 15 (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	104,1	104,4	104,5	104,2	104,3	104,7	105,2	105,8	106,2	104,4
2008	105,8	106,2	107,1	107,8	108,0	108,0	107,7	107,8	108,1	108,4	108,9	109,2	107,7
<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	0,5	0,4	0,2
2008	-0,4	0,4	0,9	0,6	0,2	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,3	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	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	3,1	3,1	2,1
2008	3,2	3,3	3,5	3,5	3,4	3,3	3,3	3,3	3,2	3,0	2,9	2,8	3,3
<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	102,6	102,7	102,4	102,2	102,9	103,1	103,2	103,3	102,2
2007	102,2	102,3	103,5	104,1	104,5	104,7	104,1	103,9	104,7	105,5	105,9	106,2	104,3
2008	105,4	105,5	107,2	107,9	108,3	108,5	107,9	107,7	108,5	109,1	109,4	109,7	107,9
<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	0,4	0,3	0,2
2008	-0,8	0,1	1,6	0,7	0,3	0,2	-0,5	-0,2	0,7	0,6	0,3	0,2	0,3
<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	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	2,3	2,6	2,8	2,0
2008	3,1	3,1	3,6	3,7	3,6	3,6	3,7	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2	3,5
<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	132,4	132,6	132,6	133,0	133,5	133,9	132,2
2008	134,4	134,8	135,5	135,7	136,2	136,3	136,6	136,8	136,7	137,0	137,4	137,7	136,2
<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	0,3	0,2
2008	0,4	0,2	0,5	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,2	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	2,6	1,8
2008	2,9	2,9	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	3,1

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.