

## L'immobiliare mondiale in acque tranquille

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

Nel recente World economic outlook il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al ribasso le stime sulla crescita mondiale sia per il 2016 sia per il 2017. Tra i potenziali rischi elencati come causa di un ulteriore rallentamento il Fondo non include l'immobiliare. Tra i principali mercati immobiliari un'attenzione particolare meritano quelli di Stati Uniti e Cina. Il primo perché il crollo del mercato immobiliare del 2007 ha prodotto modifiche strutturali nella società e nell'economia che la ripresa in corso difficilmente potrà cambiare, il secondo perché, a dispetto dell'atteso sgonfiamento di quotazioni e domanda, mostra evidenti segnali di vitalità. Infine, un occhio all'Italia è importante perché si tratta di uno dei pochi paesi sviluppati in cui i prezzi degli immobili risultano ancora in flessione.

Il mercato statunitense viene definito dagli operatori ancora in una condizione di recupero. A febbraio i prezzi sono saliti su base annua per il 47esimo mese consecutivo. La ripresa delle quotazioni e della domanda di immobili non ha tuttavia cancellato i molti problemi creati dallo scoppio della bolla che ha colpito i simboli del "sogno americano", a cominciare dall'abitazione di proprietà. Oggi negli Stati Uniti la quota dei proprietari dell'abitazione di residenza è scesa al 63%, un valore che si osservava alla metà degli anni Settanta.

In Cina i timori di un rallentamento fuori controllo del mercato immobiliare sembrano per ora scongiurato. Dopo dodici mesi di variazioni negative, da ottobre 2015 i prezzi delle abitazioni hanno ricominciato a crescere, segnando a marzo l'incremento maggiore della serie: +4,9% a/a. L'andamento delle quotazioni immobiliari nel paese appare estremamente eterogeneo sul territorio, molto più che nei paesi occidentali, con alcune città (come Shanghai) che registrano aumenti dell'ordine del 20% a/a. Un tema ricorrente nell'evoluzione del comparto in Cina è quello dell'eccesso di offerta. Sul mercato vi sono oggi 425 milioni di metri quadri in vendita (erano 142 nel 2011) e altri 470 milioni sono in costruzione. Anche in questo caso esiste un'estrema eterogeneità nelle diverse aree del paese.

In Italia il IV trimestre del 2015 ha segnato il 16esimo trimestre consecutivo di discesa delle quotazioni immobiliari su base annua. La flessione annuale dei prezzi nel periodo settembre-dicembre 2015 è stata però la più contenuta da quando il mercato ha cominciato a scendere. Il 2015, inoltre, segna il secondo anno consecutivo di aumento delle compravendite: +6,5% rispetto al 2014, pari a oltre 27mila unità abitative in più in un anno.

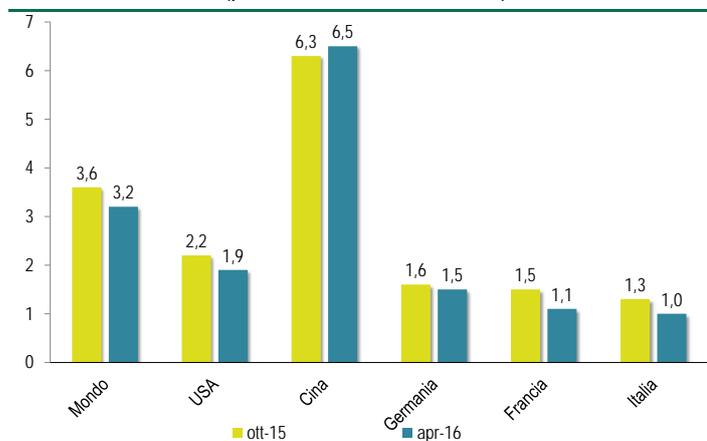
### L'immobiliare non minaccia la crescita

Nella recente pubblicazione annuale del World Economic Outlook il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al ribasso la crescita mondiale, sia per il 2016 (+3,2% a/a, -0,2 punti percentuali rispetto alla previsione precedente) sia per il 2017 (+3,5%, -0,1 p.p. rispetto alla previsione precedente). La revisione ha riguardato pressoché tutti i paesi avanzati e gran parte degli emergenti, ad eccezione della Cina – per la quale la crescita attesa dovrebbe essere leggermente superiore a quella prevista nei mesi passati – e l'India, che dovrebbe continuare a crescere al ritmo previsto. Secondo il Fondo i ribassi stimati potrebbero peggiorare nel corso dell'anno e causare una situazione che la stessa istituzione definisce di "crescita mediocre".



## Le previsioni di crescita per il 2016

(prezzi costanti, var % a/a)



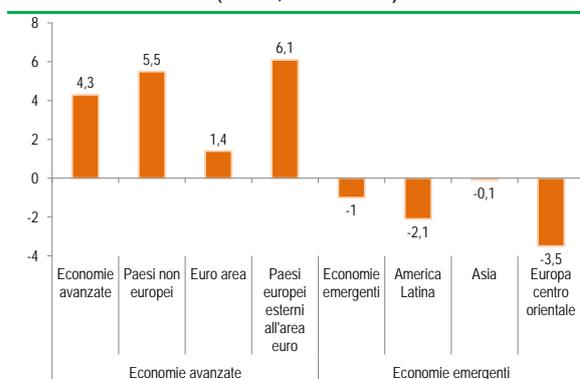
Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su FMI

Tra i principali rischi elencati vi è soprattutto il timore di una stagnazione dell'economia dei paesi emergenti, e soprattutto di una ripresa del deflusso netto di capitali che ha portato nel corso del 2015 a una forte instabilità nei cambi di molti di queste economie (nel 2015, per la prima volta dal 1998, si è registrato un flusso netto in uscita di capitali dai paesi emergenti). Elementi potenzialmente destabilizzanti sono anche la crescita della disuguaglianza nella distribuzione del reddito in Europa e negli Stati Uniti, ulteriori problemi nel processo di evoluzione dell'economia cinese e le instabilità geo-politiche legate anche al terrorismo internazionale. Nella lista delle preoccupazioni del Fondo non compare il comparto immobiliare.

In effetti uno sguardo agli ultimi dati disponibili non evidenzia situazioni di particolare criticità sistemica nel settore. Fenomeni di surriscaldamento dei prezzi sembrano circoscritti ad aree geografiche limitate e nella maggior parte dei casi alle cosiddette "megalopoli".

### I prezzi degli immobili residenziali nei paesi avanzati ed emergenti

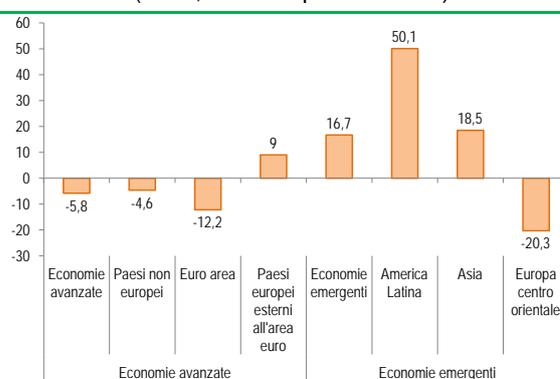
(2015; var % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su BRI

### I prezzi degli immobili residenziali nei paesi avanzati ed emergenti

(2015; var % rispetto al 2007)



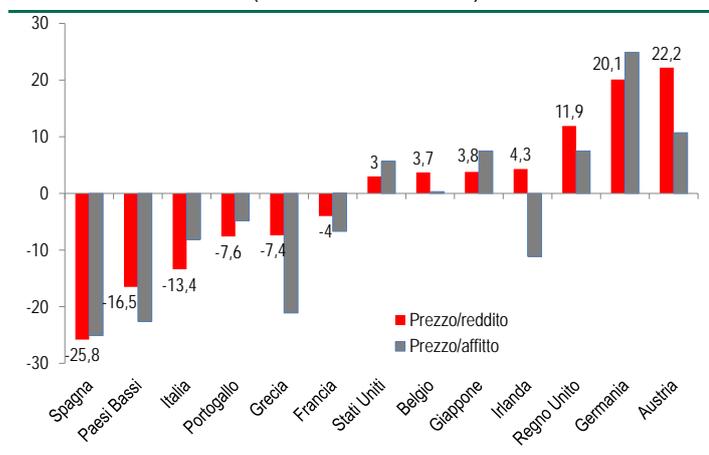
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su BRI

La ricerca di rendimenti positivi e la grande disponibilità di liquidità in molti paesi sta comunque alimentando una crescita delle quotazioni soprattutto nei paesi avanzati, dove in media, a fine 2015, si osservava un aumento dei prezzi superiore al 4% a/a. Il dato è frutto di un incremento consistente delle quotazioni nei paesi europei esterni all'area della moneta unica e nei "non europei" che bilancia una crescita ancora moderata all'interno dell'area euro. Nelle economie avanzate i prezzi degli immobili sono comunque ancora decisamente più bassi che nel 2007 (-5,8%), a causa soprattutto del dato relativo all'area euro (-12,2%). Opposta è la situazione dei paesi emergenti, dove nel corso del 2015 i prezzi hanno registrato una flessione ma risultano in media ancora del 16,7% più alti che nel 2007 (con un picco del +50,1% in America Latina).

Più in dettaglio, i dati disponibili per i principali paesi alla fine del 2015 mostrano una crescita dei prezzi quasi ovunque, con variazioni maggiori in Irlanda (+9,1% a/a), Stati Uniti e Regno Unito (in entrambi i casi superiori al 5% a/a). In aumento anche i prezzi di Germania, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Giappone, dove le quotazioni avevano registrato variazioni negative fino al 2007 (come anche in Germania). In questi paesi gli indicatori di sopra/sottovalutazione del mercato (rapporti tra prezzo dell'abitazione e reddito e tra prezzo dell'abitazione e affitto confrontati con i rispettivi valori medi di lungo periodo) non rilevano situazioni di criticità. I due indicatori risultano però considerevolmente più elevati rispetto al 2010 in Austria, Germania e Regno Unito. Situazioni di maggiore allarme riguardano, come si diceva, alcune grandi realtà urbane distribuite in vari paesi al Mondo, in particolare San Francisco, Vancouver, Shanghai e Sydney. In queste città i prezzi negli ultimi tre anni sono cresciuti a un ritmo del +12% circa all'anno, almeno il doppio dei rispettivi paesi. In quasi tutti i casi il fenomeno è spiegato da un forte aumento della domanda (non sempre e non solo domestica). Spicca in particolare il caso di San Francisco: nella città (e nell'area della Silicon Valley) il tasso di disoccupazione è di un punto percentuale inferiore a quello (già molto basso) degli Stati Uniti, e dal 2010 l'andamento dei prezzi degli immobili residenziali ha mostrato una correlazione pressoché perfetta (95%) con le quotazioni del NASDAQ. La crescita dell'indicatore ha portato a un eccezionale aumento dei prezzi delle abitazioni, cresciuti dal 2012 di oltre l'86% contro poco più del 30% nell'insieme degli Stati Uniti.

### Rapporto prezzo delle abitazioni su reddito e su affitto in alcuni paesi

(var % 2015 su 2010)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su FMI

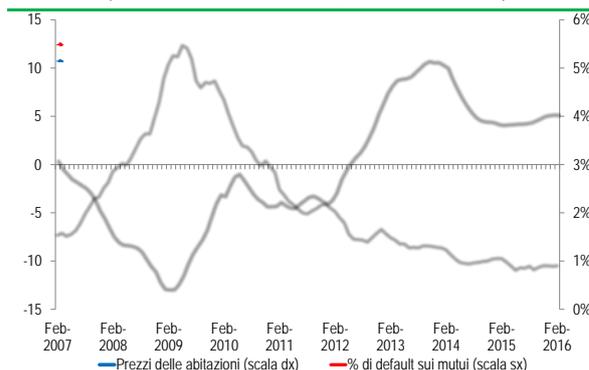
Tra i principali mercati immobiliari un'attenzione particolare meritano quelli di Stati Uniti e Cina. Il primo perché il crollo del mercato immobiliare del 2007 ha prodotto modifiche strutturali nella società e nell'economia del paese che la ripresa in corso difficilmente potrà invertire (e che è interessante analizzare); il secondo perché a dispetto dell'atteso sgonfiamento di quotazioni e domanda, mostra evidenti segnali di vitalità, in grado di sostenere un settore (quello delle costruzioni) che rappresenta un quarto dell'economia del paese. Infine, un occhio all'Italia è importante perché si tratta di uno dei pochi paesi sviluppati al mondo in cui i prezzi degli immobili risultano ancora in flessione.

### Negli Stati Uniti mercato immobiliare ancora in recupero

Il mercato statunitense, osservato speciale dal 2007, viene definito dagli operatori ancora in una condizione di recupero. Il Case Shiller National (l'indicatore dei prezzi delle abitazioni residenziali riferito all'intero paese) a febbraio 2016 (ultimo dato disponibile) ha registrato la 47esima variazione annuale positiva, e oggi presenta un valore simile a quello di fine 2007, quando lo scoppio della bolla immobiliare era in procinto di estendere i suoi effetti negativi sull'economia del paese e del mondo intero. Le variazioni medie dei prezzi, nel corso dei 12 mesi terminanti a febbraio, sono risultate dell'ordine del 4,8%, mentre il prezzo mediano è rimasto pressoché invariato per le abitazioni nuove e in lieve flessione per quelle esistenti. Al di là del dato medio, si osservano andamenti molto differenziati nelle varie città del paese: a fronte di una crescita dell'indice nazionale del 31% rispetto all'inizio del 2012 (periodo nel quale viene collocato l'inizio della ripresa del mercato) si registrano aumenti prossimi al 50% a Denver e Portland, mentre a Dallas si supera il 40% (del fenomeno San Francisco, poi, si è detto sopra).

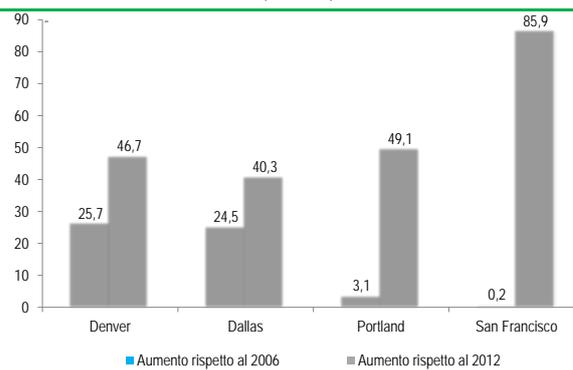
#### Prezzi delle abitazioni e tasso di default sui mutui negli Stati Uniti

(Case Shiller National; var % a/a e %)



#### Città statunitensi con il maggiore incremento dei prezzi dal 2012

(var %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Standard & Poor's

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Standard & Poor's

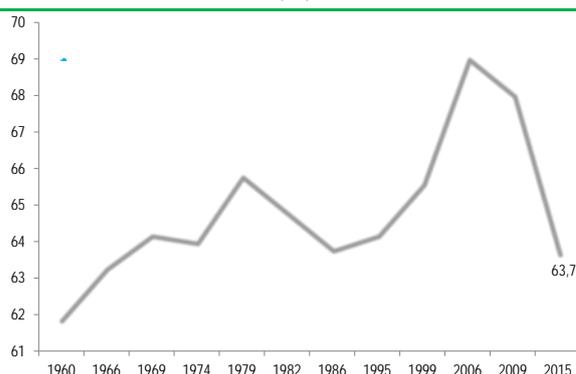
Il recupero delle quotazioni immobiliari nel paese si è accompagnato a un drastico calo della percentuale di default su mutui e credito al consumo. L'indicatore (calcolato da Standard and Poor's), dopo il picco registrato nella fase peggiore dello scoppio della bolla nel 2012 ha recuperato i livelli pre-2007, e da aprile 2015 è stabilmente inferiore all'1%. Elementi di frizione del mercato immobiliare negli Stati Uniti si osservano soprattutto dal lato dell'offerta: nei primi tre mesi del 2016 il numero delle case la cui

vendita è in corso di realizzazione ha registrato un forte aumento, e quello di marzo è il 19esimo mese consecutivo di crescita. In generale, appare in forte rallentamento il ritmo con cui vengono costruite le nuove case: prima dello scoppio della bolla, e ancora fino al 2012, in media ogni 12 posti di lavoro creati venivano accordati 10 nuovi permessi per costruire; a partire dal 2012 il ritmo è sceso drasticamente, e oggi vengono concessi in media 4,8 nuovi permessi ogni 12 nuovi occupati. La maggiore cautela che pervade il comparto immobiliare è visibile anche nella concessione dei mutui: oggi i criteri di affidamento risultano molto più stringenti che in passato, e il numero di mutui concessi nel 2015 è risultato inferiore a quello del 2012, quando il mercato immobiliare aveva ricominciato a crescere.

La ripresa delle quotazioni e della domanda di immobili negli Stati Uniti non ha cancellato tutti i problemi creati dallo scoppio della bolla del 2007; soprattutto, non ha cancellato le modifiche che questa ha creato nel settore, sia dal lato dell'offerta sia da quello della domanda. Non è peraltro verosimile attendersi un ritorno al passato, perché molti dei cambiamenti avvenuti appaiono ormai coerenti con un nuovo corso dell'economia del paese, in cui la polarizzazione del reddito è più marcata che in passato e in cui è visibile una graduale compressione della cosiddetta "classe media", ovvero lo strato sociale che dal secondo dopoguerra al 2007 aveva giocato un ruolo fondamentale nell'evoluzione dell'economia e della cultura del paese. A fare le spese delle trasformazioni in corso sono anche alcuni dei simboli del cosiddetto "sogno americano", a cominciare dalla proprietà dell'abitazione. Oggi negli Stati Uniti la quota dei proprietari dell'abitazione di residenza è scesa al 63%, un valore che si registrava nella metà degli anni Settanta. In generale, è diventato più difficile comprare: l'età media di acquisto della prima casa è passata da 29 anni del periodo 1975-79 a quasi 33 oggi; in media gli anni trascorsi in affitto prima dell'acquisto sono saliti a 6, da 4,6 della fine degli anni Settanta. D'altra parte, il prezzo medio di un'abitazione (in dollari del 2014) è salito dai 99mila dollari di metà anni Settanta ai 140mila di oggi, a fronte di un reddito medio annuo che (sempre in dollari 2014) si è ridotto da 55mila a 54mila dollari.

### Proprietari dell'abitazione di residenza

(%)



### Acquirenti della prima abitazione negli Stati Uniti

1975-1979 Acquirenti della prima abitazione negli USA 2010-2013

|           |                                       |            |
|-----------|---------------------------------------|------------|
| 4,6 anni  | Media degli anni trascorsi in affitto | 6 anni     |
| 29 anni   | Età dell'acquisto                     | 32,5 anni  |
| 99mila \$ | Prezzo della casa (in \$ del 2014)    | 140mila \$ |
| 55mila \$ | Reddito annuo (in \$ 2014)            | 54mila \$  |
| 1,8       | Rapporto prezzo su reddito            | 2,6        |

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su US Census Bureau

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su US Census Bureau

Tra le eredità del gonfiamento (e del successivo scoppio) della bolla immobiliare negli Stati Uniti, alcune analisi recenti includono anche una riduzione della produttività e un generale peggioramento della qualità del capitale umano. I ricercatori della Chicago University e della Northwestern University hanno stimato che circa il 4% di potenziali

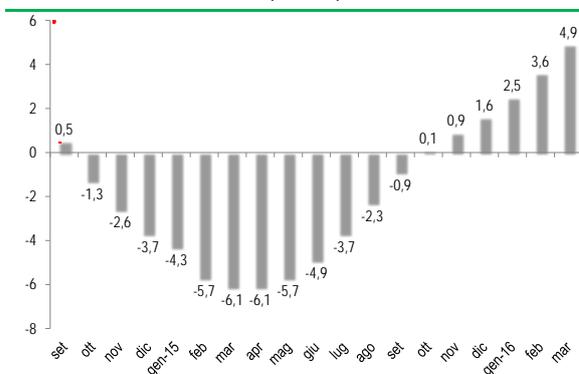
studenti ha abbandonato la formazione superiore nel corso del periodo di crescita dei prezzi degli immobili, attirato dalla promessa di guadagni elevati nell'immobiliare e nell'indotto (comparti a basso valore aggiunto che non richiedevano competenze specialistiche). All'indomani del crollo del settore, molti hanno perso la propria occupazione e si sono riaffacciati sul mercato del lavoro privi di specifiche competenze, e appaiono oggi destinati a una vita di salari bassi, soprattutto in un periodo nel quale le opportunità occupazionali per le competenze medio basse diminuiscono in tutto il paese.

### In Cina un mercato eterogeneo

In Cina il timore di un rallentamento fuori controllo del mercato immobiliare sembra per ora scongiurato. Dopo dodici mesi di variazioni annuali negative, da ottobre 2015 i prezzi delle abitazioni nelle principali 70 città del paese hanno ricominciato a crescere, segnando a marzo l'incremento maggiore della serie: +4,9% a/a. La ripresa dei prezzi è in parte frutto di una grande massa di liquidità alla ricerca di rendimenti positivi, dopo il crollo della borsa la scorsa estate e il recente ulteriore irrigidimento del controllo sull'esportazione di capitali. L'andamento dei prezzi all'interno del paese appare però estremamente eterogeneo (molto più che nei paesi occidentali), con alcune città, come Shanghai, che registrano aumenti dell'ordine del 20% e altre, soprattutto al Nord, dove i prezzi sono in discesa. Tale fenomeno ha portato il governo del paese a caratterizzare territorialmente le misure di *policy* sull'immobiliare, nel tentativo di sostenere il settore evitando al contempo un eccessivo gonfiamento dei prezzi in 5 città: Pechino, Guangzhou, Sanya, Shanghai e Shenzhen. L'anticipo da corrispondere per l'acquisto di un'abitazione, ad esempio, è ora pari al 20% nel paese e al 30% nelle 5 città menzionate; inoltre, nelle aree a maggiore crescita dei prezzi, i non residenti non sposati non possono acquistare una proprietà immobiliare, cosa permessa invece alle coppie sposate (a condizione che abbiano pagato tasse locali da almeno due anni); infine, le tasse di transazione sono state ridotte quasi ovunque nel paese, escludendo però le 5 città di cui si è detto. La ripresa del comparto immobiliare, e più in generale di quello delle costruzioni, è un fattore cruciale nell'evoluzione a breve termine dell'economia cinese, poiché quest'ultimo rappresenta quasi il 25% del Pil del paese, un valore che non ha eguali al mondo. Il settore è inoltre in grado di attivare una domanda per beni intermedi e materie prime di dimensioni considerevoli.

**Andamento dei prezzi delle abitazioni  
nelle 70 principali città cinesi**

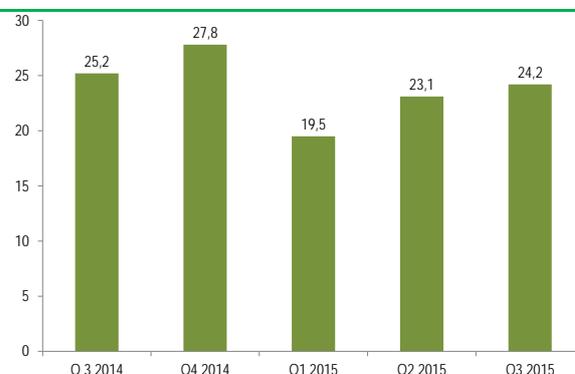
(var %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Bureau of Statistics of China

**Peso delle costruzioni sul Pil cinese**

(%)

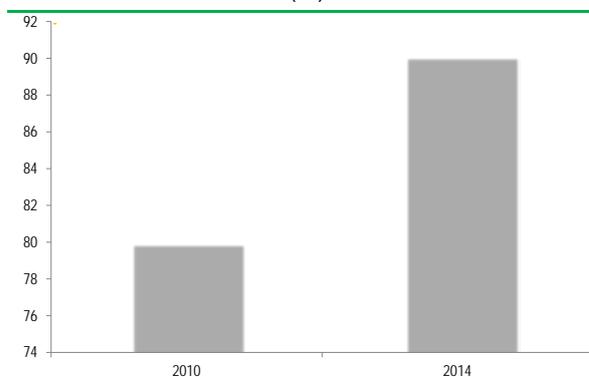


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Bureau of Statistics of China

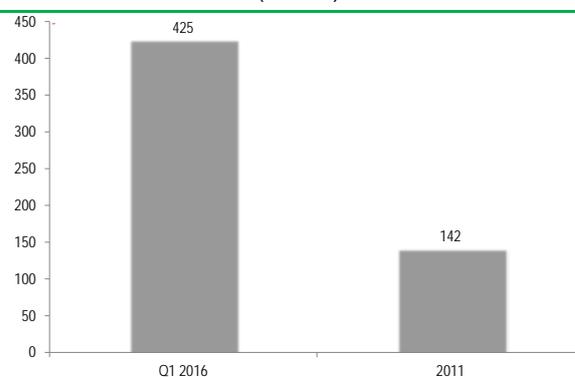
Un tema ricorrente nell'evoluzione del comparto immobiliare in Cina è quello dell'eccesso di offerta. In effetti, sul mercato si contano oggi 425 milioni di metri quadri in vendita (erano 142 milioni nel 2011) e altri 470 milioni sono in costruzione. Anche in questo caso è visibile una forte eterogeneità tra le diverse aree del paese: secondo il China Index Academy (un indicatore utilizzato in Cina per valutare quanto l'offerta sia adeguata alla domanda), lo stock di case invendute nel paese, è in discesa, e oggi l'offerta è in grado di soddisfare 15 mesi di domanda corrente (un anno fa i mesi erano 30). Nelle maggiori città, tuttavia, e in particolare a Shanghai e Shenzhen, i mesi scendono a cinque. In molte aree il governo ha deciso comunque di smaltire parte dell'offerta in eccesso utilizzando le case invendute per l'edilizia sociale a favore dei residenti più poveri.

Per quanto riguarda il lato della domanda, nel paese continua a essere prevalente di natura abitativa: ogni anno in Cina si celebrano 13 milioni di matrimoni e la proprietà dell'abitazione di residenza è per molte delle nuove coppie un traguardo ambito. Oggi il paese presenta uno dei tassi più elevati al mondo di proprietari dell'abitazione di residenza (90%), una percentuale impensabile quando nel 1998 il mercato immobiliare è stato privatizzato. Una parte importante della domanda proviene poi dalle migrazioni interne: si stima che nel 2014 circa 278 milioni di persone abbiano lavorato in un luogo diverso da quello di nascita; se si trattasse di un paese, sarebbe il quarto più popoloso al mondo.

**Cina: proprietari dell'abitazione di residenza**  
(%)



**Cina: metri quadri di abitazioni in vendita**  
(milioni)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Bureau of Statistics of China

Fonte: The Economist

### L'immobiliare in Italia

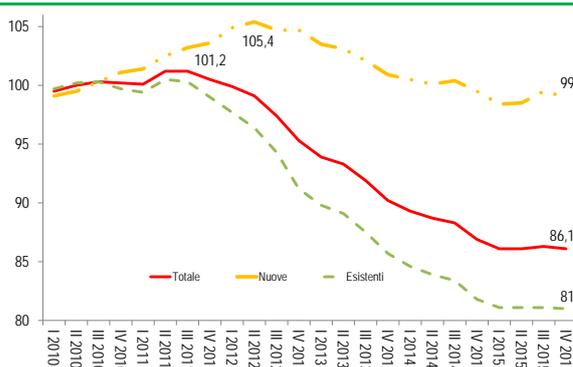
Dopo il lieve aumento del III trimestre del 2015, che aveva fatto immaginare l'avvicinarsi di una fase di ripresa dei prezzi, nel IV trimestre 2015 le quotazioni degli immobili residenziali in Italia hanno registrato una nuova flessione, su base sia congiunturale (t/t) sia tendenziale (a/a). Nel complesso, si tratta del 16esimo trimestre consecutivo di discesa delle quotazioni su base annua. Rispetto al 2010, nel 2015 i prezzi delle abitazioni sono scesi del 13,9%, a causa soprattutto del forte calo delle quotazioni delle unità esistenti (che nel corso di cinque anni hanno perso il 18,9%) e di una flessione più contenuta (-1,2%) di quelle di nuova costruzione. Per queste ultime i

prezzi hanno cominciato la fase di calo con molto ritardo (I trimestre del 2013) e il valore dell'indice è sceso sotto il livello del 2010 solo nell'ultimo trimestre del 2014.

L'Italia nel 2015 rimane uno dei pochi paesi nell'area euro con variazioni ancora negative dei prezzi, insieme alla Grecia e alla Francia.

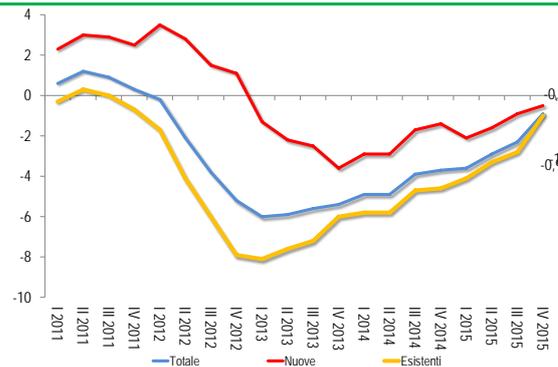
### Andamento dei prezzi delle abitazioni in Italia

(Numero indice, 2010=100)



### Variazione dei prezzi delle abitazioni in Italia

(var % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Istat

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Istat

I segnali di un miglioramento in corso del mercato immobiliare sono però evidenti. La flessione dei prezzi del periodo settembre-dicembre è stata la più contenuta su base annua da quando il mercato ha cominciato a scendere (I trimestre 2012) ma, soprattutto, il 2015 segna il secondo anno consecutivo di aumento delle compravendite. Secondo l'Agenzia delle entrate, nel corso dell'anno sono state acquistate 444mila abitazioni (+6,5% rispetto al 2014, pari a oltre 27mila unità abitative in più in un anno): si tratta dell'incremento maggiore su base annua dal 2004, anche se occorre risalire fino alla metà degli anni Ottanta per avere un valore così basso di compravendite. Rispetto agli anni di boom (1997-2006), il numero cumulato di transazioni potenziali perse durante i nove anni di calo del mercato (2007-2015) sfiora il milione e mezzo.

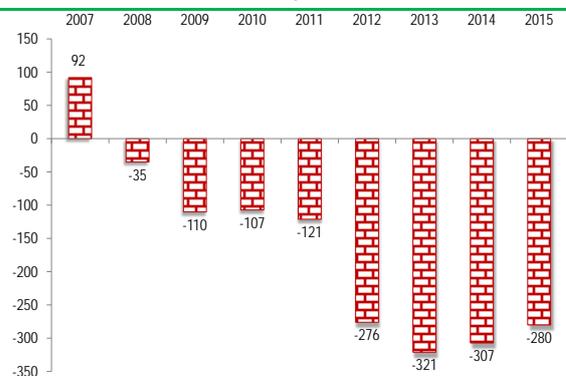
### Numero delle compravendite immobiliari in Italia

(in migliaia)



### Deficit di compravendite rispetto alla media del periodo di crescita del settore immobiliare (1997-2006)

(in migliaia)



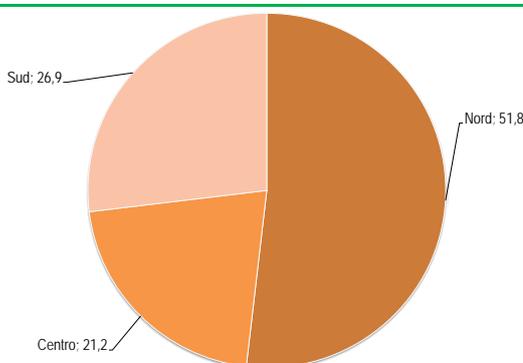
Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Agenzia delle entrate

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Agenzia delle entrate

La recente crescita delle compravendite ha interessato tutte le aree geografiche del paese, in particolare le regioni del Nord dove nel corso dell'anno si è registrato un aumento dell'8% a/a, a fronte del +4,6% delle regioni del Sud e del +5,3% di quelle del Centro. La crescita appare diffusa e piuttosto omogenea sia nelle città capoluogo, sia nei centri minori. Tra le grandi metropoli si registrano aumenti consistenti a Milano e a Palermo; crescono meno Genova, Bologna, Torino e soprattutto Roma (+0,9% a/a), dove comunque nel corso dell'anno si è realizzato più di un terzo del totale delle compravendite delle principali 8 città italiane. Le regioni del Nord si confermano comunque di gran lunga le più rilevanti per l'andamento del mercato immobiliare, con il 51,8% delle transazioni realizzate nel corso dell'anno.

### Le compravendite per area geografica

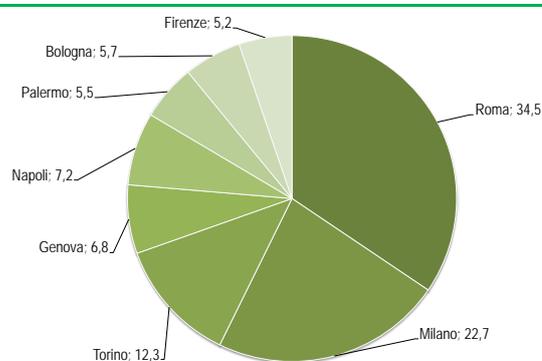
(2015; composizione % su Italia)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Agenzia delle entrate

### Le compravendite nelle principali città italiane

(2015; composizione % sul totale delle 8 città)



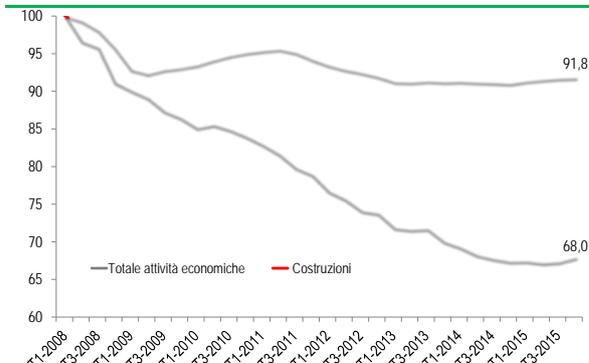
Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Agenzia delle entrate

La ripresa del mercato immobiliare avrebbe ovvie ripercussioni positive sul settore delle costruzioni, uno dei più penalizzati dalla recente crisi. A fine 2015 il valore aggiunto del comparto risultava di 32 punti percentuali inferiore a quello del I trimestre del 2008 (per l'intera economia il ritardo rispetto al 2008 è contenuto nei 9 punti percentuali). Nel corso degli ultimi sette anni particolarmente pesante è stato anche il calo degli investimenti: a fine 2015 quelli in costruzioni risultavano di 30 punti inferiori al dato del 2008, mentre il ritardo riferito ai soli investimenti in abitazioni supera i 36 punti percentuali.

Il settore delle costruzioni è anche quello che ha pagato il prezzo più alto in termini di occupazione: rispetto al IV trimestre del 2008, gli occupati persi a fine 2015 risultavano essere 574mila, a fronte dei 354mila occupati persi nell'industria e i 461mila guadagnati nei servizi.

### Italia: andamento del valore aggiunto della costruzioni

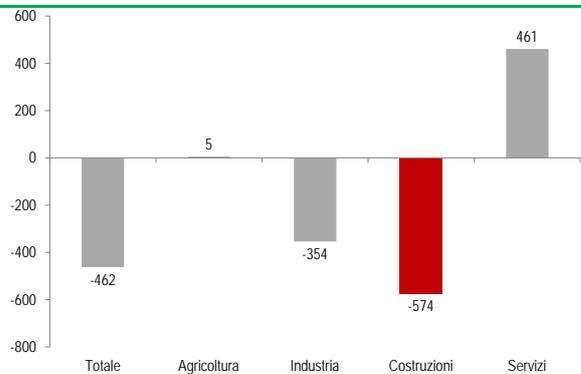
(Numero indice, I trim. 2008=100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Istat

### L'occupazione in Italia tra il IV trim. 2008 e il IV trim. 2015

(in migliaia)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Istat