



Analisi del Servizio Studi BNL BNP Paribas

# FOCUS

ECONOMIA E BANCHE

NUMERO

# 24

21 novembre 2022

## Immobiliare, fine della corsa?

Simona Costagli



**BNL**  

---

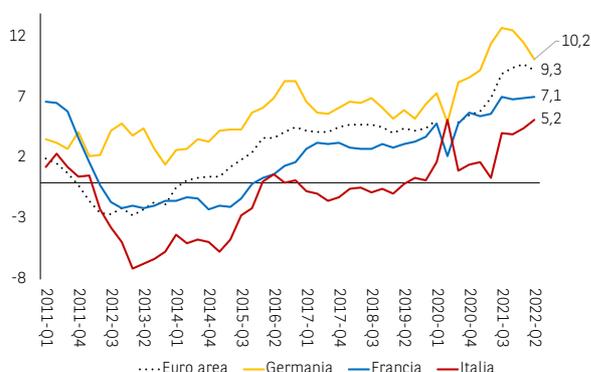
**BNP PARIBAS**

La banca  
per un mondo  
che cambia

## SINTESI

### Andamento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi dell'area euro

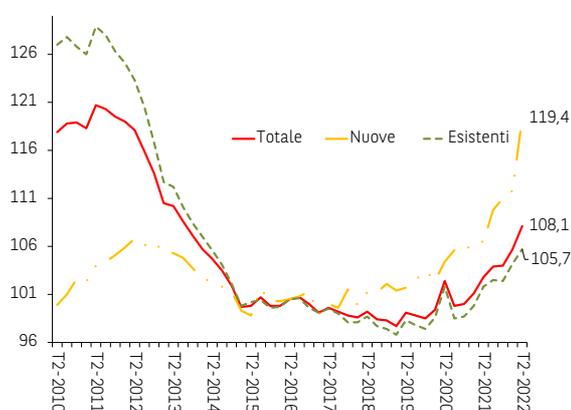
(var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

### Andamento dei prezzi delle abitazioni in Italia

(var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

Tra le preoccupazioni che accompagnano il rallentamento dell'economia mondiale vi è anche l'andamento del comparto immobiliare. I principali timori relativi all'immobiliare non riguardano un calo generalizzato o fuori controllo dei prezzi, quanto piuttosto l'aumento dell'onere dei mutui per le famiglie che segue le politiche più restrittive delle banche centrali. A livello globale il rallentamento del mercato immobiliare – a parte alcuni specifici casi – non dovrebbe comunque comportare problemi generalizzati sui sistemi finanziari (che in molti paesi sono oggi molto più capitalizzati che all'indomani della crisi dei sub-prime) esso tuttavia rischia di avere ripercussioni in altri campi, ad esempio su mercato del lavoro e consumi.

Un'analisi sull'andamento dei prezzi degli immobili residenziali per macro-area restituisce un quadro in cui è evidente la fase di rallentamento generale che tuttavia non è omogeneo. Nell'area euro e negli Stati Uniti i prezzi su base annua fino all'ultima rilevazione hanno continuato a crescere, anche se a ritmi più contenuti che nei trimestri precedenti, mentre in Cina a settembre si è registrato il quinto calo consecutivo.

In Italia prezzi e compravendite nella prima parte dell'anno hanno continuato a registrare variazioni ampiamente positive. Nonostante ciò, l'aumento delle quotazioni immobiliari nel nostro paese rimane tra i più contenuti nel gruppo dei paesi avanzati.



## IMMOBILIARE: FINE DELLA CORSA?

**Simona Costagli \***

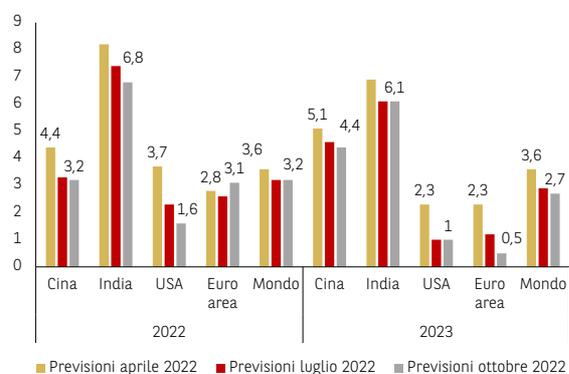
*Economist Servizio Studi BNL – Gruppo BNP Paribas*

Simona.costagli@bnpparibas.com

L'aggiornamento autunnale delle previsioni economiche da parte del Fondo monetario internazionale ha portato a un'ulteriore limatura al ribasso della crescita prevista sia per il 2022 sia per il 2023: al 3,2 e al 2,7% rispettivamente. Dopo le due precedenti revisioni al ribasso effettuate ad aprile e a luglio, il Fondo ha ridimensionato in particolare la crescita dei paesi avanzati (al 2,4% per quest'anno e all'1,1% nel 2023), in larga misura a causa dell'andamento stagnante dell'economia degli Stati Uniti, che crescerebbe intorno all'1,6% quest'anno e dell'1% il prossimo. Per l'area euro la previsione il Fondo prevede un forte rallentamento nel biennio, con la crescita che passerebbe dal 3,1% di quest'anno allo 0,5% il prossimo e con Italia e Germania che registrerebbero una variazione negativa del Pil nel 2023, pari rispettivamente a -0,2 e -0,3%. Contenuta anche la crescita cinese, che per quest'anno dovrebbe registrare un aumento del Pil leggermente superiore al 3%, cui seguirebbe il prossimo un +4,4%: si tratta di uno dei tassi di crescita più bassi mai registrati dall'avvio della transizione (1978). L'inflazione mondiale secondo il Fondo chiuderebbe il 2022 all'8,8% (+7,2% in media per gli avanzati e +9,9% per gli emergenti) per poi portarsi in media al +6,5% il prossimo anno (+4,4 e +8,1% rispettivamente per le due macro-aree).

### Andamento del Pil in alcuni paesi

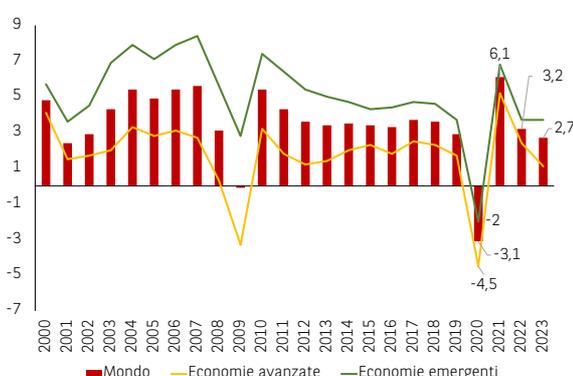
(var % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su FMI

### Andamento del Pil per area

(var % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su FMI

Tra gli elementi di interesse della recente analisi del Fondo vi è anche il suggerimento di monitorare con attenzione l'andamento del comparto immobiliare, che a livello mondiale viene ritenuto una potenziale fonte di rischio macroeconomico e finanziario. Il Fondo in particolare suggerisce alle autorità preposte, in particolare a quelle cinesi, di stimare l'impatto sulla stabilità economica di una eventuale sostanziale correzione al ribasso dei prezzi.

\* Le opinioni espresse impegnano unicamente l'autrice.

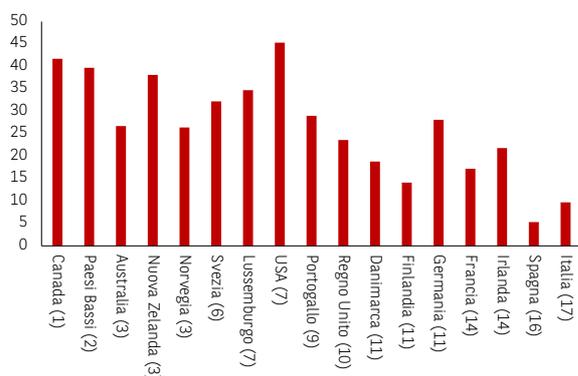


## Inflazione e tassi pesano sull'immobiliare

L'elevata inflazione che ha caratterizzato l'ultimo anno e mezzo è una delle principali fonti di preoccupazione che riguardano il mercato immobiliare mondiale. Il persistente e diffuso aumento dei prezzi al consumo ha infatti portato le banche centrali ad anticipare, e a rendere più aggressive, le azioni di rientro dalle politiche monetarie estremamente espansive che avevano caratterizzato il periodo della pandemia, deliberando quindi un aumento dei tassi che in alcuni paesi rischia di rappresentare un fattore destabilizzante per il comparto. I principali timori relativi all'immobiliare non riguardano infatti un calo generalizzato o fuori controllo dei prezzi (che al contrario per ora sta avvenendo – pur con qualche importante eccezione – in modo ordinato), quanto piuttosto l'aumento dell'onere dei mutui, che rischia di pesare sui bilanci delle famiglie. Negli Stati Uniti, ad esempio, a ottobre 2022 i potenziali acquirenti di abitazioni hanno stipulato mutui a un tasso medio del 6,92%, il valore più alto da aprile 2002 e circa il doppio di un anno prima; mentre nel Regno Unito i tassi medi sui prestiti a cinque anni hanno superato il 6% per la prima volta in circa dodici anni. Per le famiglie con mutui in essere il problema dell'aumento dei tassi riguarda coloro i quali hanno mutui a tasso variabile, una fetta limitata negli Stati Uniti, dove una quota ormai predominante di mutui è a tasso fisso e con scadenze molto lunghe, ma che in alcuni casi è fonte di grande preoccupazione: in Svezia ad esempio 4 mutuatari su cinque hanno sottoscritto mutui che prevedono un'invarianza dei tassi per non più di due anni, mentre in Nuova Zelanda quest'anno circa la metà dei mutui a tasso fisso devono essere rifinanziati. L'aumento dei tassi, combinato con la perdita di potere d'acquisto dovuta all'aumento dell'inflazione, contribuisce a peggiorare le condizioni finanziarie delle famiglie; anche in questo caso gli esempi di situazioni estreme non mancano: in Australia un quinto dei mutui è detenuto da famiglie che al ritmo attuale di aumento dei tassi vedrebbero diminuire le loro disponibilità liquide di oltre il 20%, mentre nel Regno Unito sono circa 2 milioni le famiglie con un mutuo che assorbirebbe il 10% in più del loro reddito.

### Andamento dei prezzi delle abitazioni per grado di rischio dell'immobiliare del paese

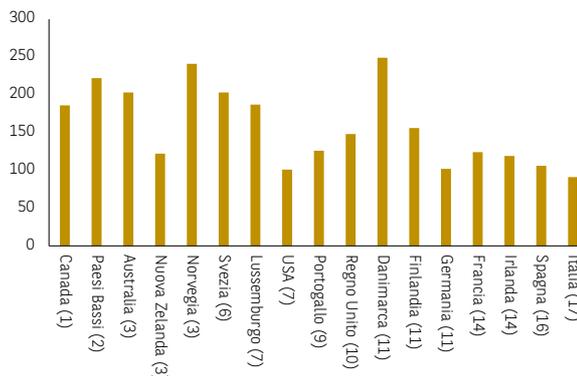
(Var. Q2 2022/2019 per i prezzi; in parentesi posizione nella graduatoria del rischio)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Economist

### Indebitamento delle famiglie per grado di rischio dell'immobiliare del paese

(in % del reddito disponibile; in parentesi posizione nella graduatoria del rischio)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Economist

A livello globale il rallentamento del mercato immobiliare – a parte alcuni specifici casi – non dovrebbe comportare problemi generalizzati sui sistemi finanziari (che in molti paesi sono oggi

molto meglio capitalizzati che all'indomani della crisi dei sub-prime); esso tuttavia rischia di avere ripercussioni in altri campi, ad esempio nel mercato del lavoro. Il fenomeno comincia a divenire evidente negli Stati Uniti, dove la combinazione di tassi in aumento e prezzi in rallentamento sta rendendo le famiglie più caute nel prendere decisioni relative a spostamenti all'interno del paese, con ripercussioni negative sulle possibilità di incontro tra domanda e offerta di lavoro. In un sistema produttivo alle prese con la crisi energetica e un'importante scarsità di lavoratori ciò può rappresentare un fattore di ulteriore difficoltà. Segnali di questo genere sono già evidenti non solo negli Stati Uniti (dove ad agosto il numero delle abitazioni compravendute era del 20% più basso di un anno prima e il numero delle abitazioni messe in vendita del 13% più basso) ma anche in Canada (dove quest'anno le compravendite dovrebbero risultare del 40% circa inferiori al 2021). Le preoccupazioni per il rallentamento dell'immobiliare riguardano poi l'impatto che questo potrà avere sui consumi: il valore delle abitazioni a livello mondiale è arrivato a circa 250 trilioni di dollari, pari a circa la metà della ricchezza delle famiglie: un calo dei prezzi, soprattutto nei paesi anglosassoni, tende a produrre un forte effetto ricchezza che disincentiva i consumi.

Nel complesso, istituti specializzati e autorità di vigilanza hanno in corso analisi che permettono di quantificare il livello di rischio che il rallentamento del comparto immobiliare genera nei diversi paesi. Un indicatore calcolato per 17 paesi<sup>1</sup> come media tra variazione dei tassi di interesse, prezzi degli immobili nel periodo 2019-II trimestre 2022 e livello di indebitamento delle famiglie rispetto al reddito disponibile posiziona in cima alla graduatoria dei paesi a maggiore rischio Canada, Paesi Bassi, Nuova Zelanda, Norvegia e Australia. Gli Stati Uniti occupano la settima posizione, mentre l'Italia compare in ultima. L'Italia, dopo la Spagna è anche il paese in cui l'aumento dei prezzi nell'ultimo biennio è stato più contenuto: +9,3% tra il 2019 e il II trimestre del 2022, contro picchi del 45,3, 39,7 e 38% rispettivamente negli Stati Uniti, Paesi Bassi e Nuova Zelanda.

## Europa, Stati Uniti e Cina in ordine sparso

Un'analisi più dettagliata sull'andamento dei prezzi degli immobili residenziali per macro-area restituisce un quadro in cui è evidente la fase di rallentamento generale. A differenza che in occasioni passate, tuttavia, la velocità del rientro, e soprattutto le implicazioni economico-finanziarie, sono molto eterogenee tra i diversi paesi e non sembrano indicare un possibile crollo generalizzato delle attività del comparto.

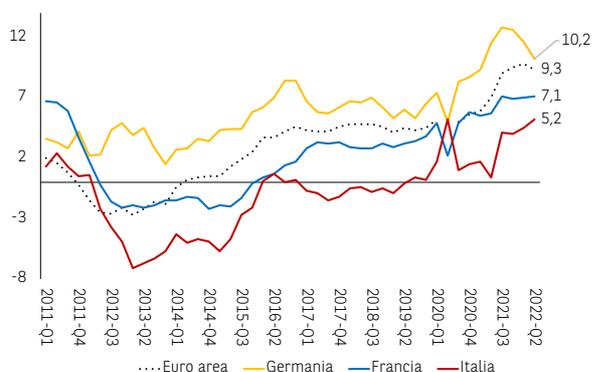
Nei paesi dell'area euro, dove le quotazioni non registrano variazioni tendenziali negative dall'inizio del 2014, nel II trimestre 2022 i prezzi delle abitazioni hanno mostrato un lieve rallentamento nel ritmo di crescita, che rimane comunque al di sopra del 9% annuo. L'incremento maggiore si è registrato ancora una volta in Germania (+10,2% a/a) anche se si tratta della variazione minore da inizio 2021. Quello tedesco è un mercato che desta interesse soprattutto per il suo limitato co-movimento ciclico con le tendenze settoriali mondiali. Dopo aver registrato una lunga fase di stagnazione negli anni del boom immobiliare mondiale precedente il 2007, nel paese i prezzi delle abitazioni sono cresciuti ininterrottamente a partire dal I trimestre del 2011. Spagna, Francia e Italia tra aprile e giugno 2022 mostrano un aumento tendenziale dell'8,1, 7,1 e 5,3% rispettivamente. In tutti e tre i casi si tratta di incrementi tra i più alti degli ultimi anni.

<sup>1</sup> The Economist, "Housing markets face a brutal squeeze", ottobre 2022.



### Andamento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi dell'area euro

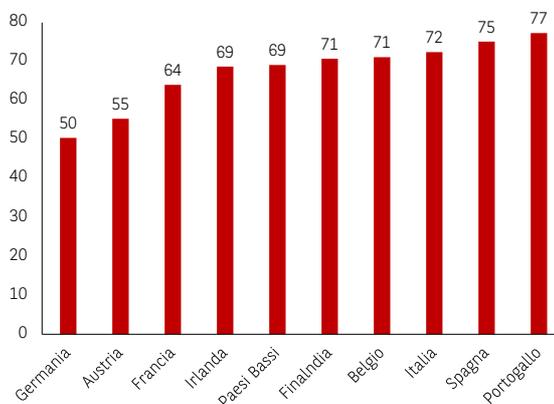
(var % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat

### Percentuale di proprietà dell'abitazione in alcuni paesi dell'area euro

(%)

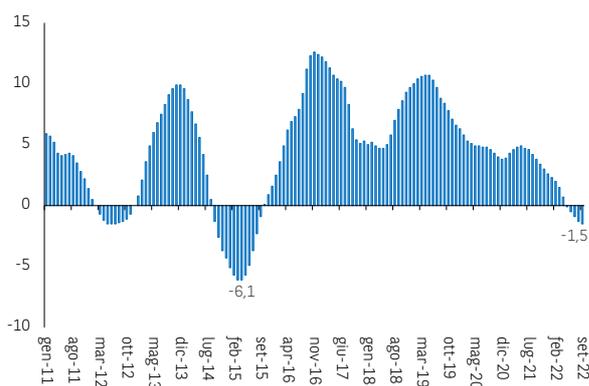


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Statista

Fuori dall'Europa l'attenzione rimane sempre alta nei confronti di Stati Uniti e Cina. Oltre che per il loro peso economico, da inizio anni Duemila i due paesi si sono distinti anche nelle tendenze del mercato immobiliare: il primo per lo scoppio della bolla speculativa, che ha contribuito in modo rilevante alla crisi finanziaria del 2007-2008, il secondo per il ruolo fondamentale che il settore ha nell'economia del paese, che con l'indotto, a seconda del perimetro considerato, arriva a coprire dal 10 al 25% del Pil.

### Andamento dei prezzi delle abitazioni Cina

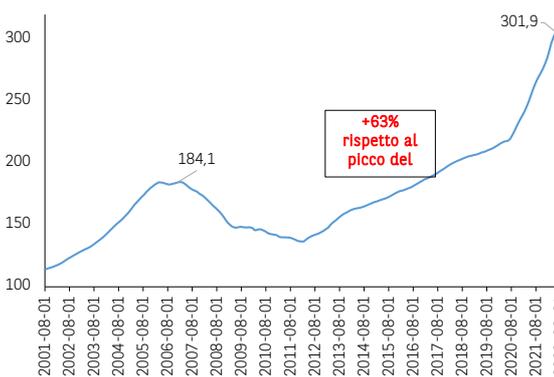
(var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BSC

### Andamento del prezzo delle abitazioni negli Stati Uniti

(Numero indice 2000 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su FRED e Standard & Poors'

La privatizzazione del mercato residenziale realizzata in Cina negli anni Novanta ha rappresentato una delle riforme di maggiore successo, e ha portato il paese in cima alla graduatoria mondiale per quota della popolazione proprietaria dell'abitazione di residenza: circa il 90% in media, contro valori statunitensi che ormai superano di poco il 60%. Si stima che oggi



circa il 70% della ricchezza delle famiglie sia nell'immobiliare, con picchi che arrivano anche al 75% nelle aree urbane. Nel paese asiatico da ottobre 2015 i prezzi delle abitazioni hanno costantemente registrato variazioni tendenziali positive, che tuttavia nel corso degli anni sono andate comprimendosi, fino a diventare negative nella primavera del 2022. Da allora e fino a settembre (ultimo dato disponibile) le variazioni tendenziali dei prezzi degli immobili residenziali sono risultate sempre in diminuzione e a un ritmo via via più marcato. Il calo dei prezzi è solo uno degli indicatori di una crisi che diviene via via più profonda: a luglio 2022 il numero delle nuove costruzioni di immobili avviate era del 45% più basso di un anno prima, mentre il valore dello stock delle abitazioni compravendute era del 29% più basso. La crisi dell'immobiliare cinese ha peraltro cominciato a diffondersi in settori ancillari, come ad esempio quello dei mobili.

Negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni crescono ininterrottamente su base annua da maggio 2015 e hanno subito un'accelerazione in corrispondenza della ripresa economica post pandemia, tra il II e il III trimestre 2020. Nel 2022 l'aumento medio mensile è stato superiore al 18% su base annua e ad agosto i prezzi delle abitazioni erano di oltre il 63% superiori al picco del 2007, in corrispondenza del punto di massimo raggiunto prima dello scoppio della bolla immobiliare. Il paese continua a essere alle prese con una scarsità dell'offerta: negli anni Settanta in media ogni anno venivano messe in costruzione 420.000 abitazioni, l'anno scorso ne sono state avviate non più di 93.000. A pesare sul comparto è anche l'aumento dei costi dei materiali da costruzione che negli Stati Uniti da inizio 2020 sono aumentati di circa il 38%.

## In Italia prezzi in aumento nel primo semestre

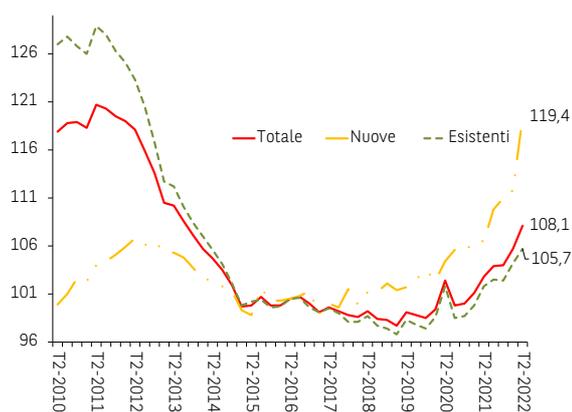
In Italia il mercato immobiliare nella prima parte dell'anno ha continuato a crescere a ritmi anche superiori rispetto alle attese. L'andamento positivo si osserva sia dal lato dei prezzi, sia da quello delle compravendite.

Secondo i dati pubblicati dall'Istat, tra aprile e giugno 2022 i prezzi delle abitazioni acquistate dalle famiglie hanno registrato un aumento del 2,3% rispetto al trimestre precedente e del 5,2% rispetto allo stesso periodo del 2021. Si tratta del dodicesimo trimestre consecutivo di aumento tendenziale, e soprattutto della crescita di gran lunga più alta registrata da quando la serie è disponibile (2010).

L'aumento tendenziale dell'indice è dovuto alle quotazioni delle abitazioni esistenti (+3,8%) che pesano per circa l'80% sull'indice complessivo, ma soprattutto a quelle delle nuove cresciute nel trimestre del 12,1% un aumento mai registrato in precedenza.

### I prezzi delle abitazioni in Italia

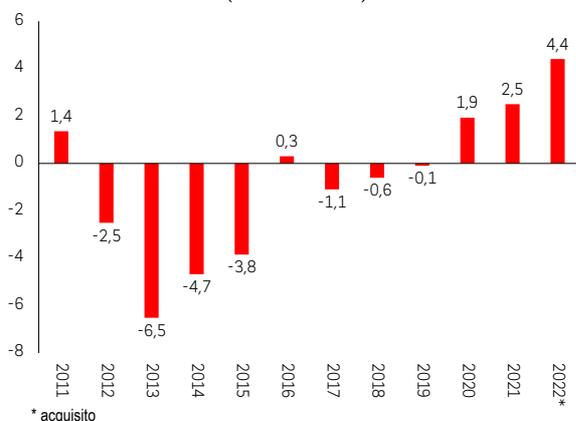
(Numero indice 2015 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

## I prezzi delle abitazioni in Italia

(var. % annuali)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

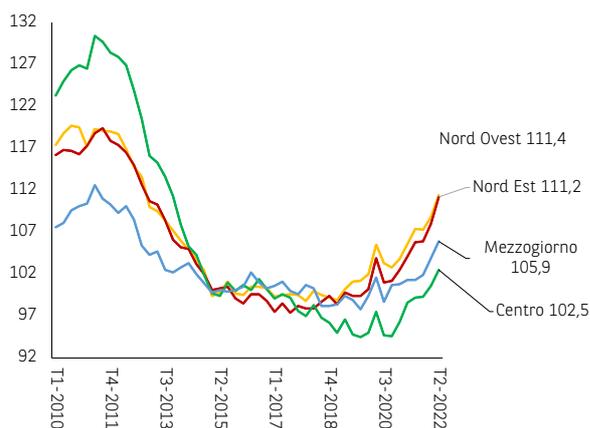
Ipotizzando una variazione nulla delle quotazioni nella seconda metà del 2022, il tasso di variazione acquisito dell'indice calcolato dall'Istat per l'intero anno è pari a +4,4% (+3,6% per le abitazioni esistenti, +8,3% per quelle nuove). Anche in questo caso, si tratterebbe del valore più alto registrato da quando la serie è disponibile.

Nonostante la crescita registrata negli ultimi tre anni i prezzi delle abitazioni in Italia risultano comunque dell'8,3% inferiori al dato relativo allo stesso trimestre del 2010. Il dato è frutto di andamenti opposti tra il comparto delle abitazioni esistenti (che registrano un -16,8%) e quello delle nuove, per le quali invece si registra una crescita del 19,5%.

La crescita delle quotazioni nel II trimestre dell'anno ha coinvolto tutte le aree del paese: nel Nord-Ovest, nel Nord-Est e nel Sud e Isole i prezzi delle abitazioni hanno registrato tassi tendenziali positivi e in accelerazione rispetto al trimestre precedente. Nelle regioni del Centro la crescita dei prezzi, pur rimanendo sostenuta, è invece in decelerazione (da +4,5% a +4,0%). Quasi ovunque a trainare l'aumento su base annua sono state le quotazioni delle abitazioni nuove che, fatta eccezione per le regioni del Centro, sono aumentate ovunque di oltre dieci punti percentuali. La crescita dei prezzi delle abitazioni esistenti, seppur positiva, risulta invece in rallentamento.

## Andamento del prezzo delle abitazioni in Italia per area geografica

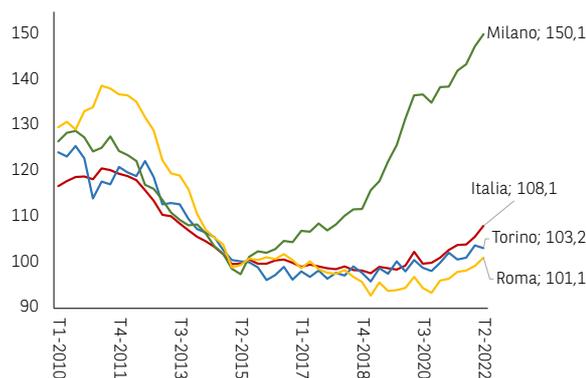
(Numero indice 2015 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

## Andamento del prezzo delle abitazioni in Italia per città

(Numero indice 2015 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Più eterogenei risultano gli andamenti nelle tre principali città per cui sono disponibili i dati (Torino, Milano e Roma). A Torino l'aumento tendenziale dei prezzi nel II trimestre dell'anno è risultato in decelerazione rispetto al trimestre precedente (da +3,8% a +1,0%) a causa soprattutto dei prezzi delle abitazioni nuove che diminuiscono del 3,8% (dopo il -6,1% registrato nel primo

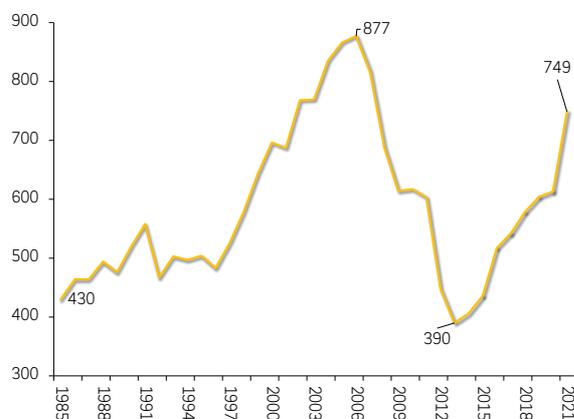


trimestre). A Roma si rileva un aumento marcato dell'indice dei prezzi (+4,8%) dovuto soprattutto alle quotazioni delle abitazioni nuove che salgono dell'11,8%. Nella capitale risultano comunque in crescita anche i prezzi delle abitazioni esistenti (+3,9%). Infine, a Milano la crescita delle quotazioni ha accelerato, registrando un +8,3% rispetto allo stesso trimestre del 2021 (da +6,4% del primo trimestre) e dell'1,8% rispetto al periodo gennaio marzo 2022. L'incremento tendenziale in questo caso è attribuibile sia ai prezzi delle abitazioni esistenti (+6,6%) sia, in particolar modo, a quelli delle abitazioni nuove (+16,9%). Come si è accennato, nonostante gli aumenti registrati negli ultimi tre anni nessuna area del paese ha recuperato i livelli 2010, l'unica eccezione è rappresentata da Milano, dove le quotazioni sono del 17,4% più alte che dodici anni prima. In forte ritardo invece Roma dove i prezzi sono di quasi il 23% più bassi che nel 2010.

Il buon andamento del mercato italiano è visibile soprattutto dal lato delle compravendite, che nel 2022 hanno proseguito la fase di grande ascesa del 2021. Secondo i dati dell'Agenzia delle entrate, lo scorso anno si era chiuso con un numero record di transazioni, pari a 749 mila, un valore simile a quello del 2009, quando la fase di calo dell'immobiliare italiano era appena agli inizi. Il dato era del 34% più alto rispetto ai volumi scambiati nel 2020 e del 24% rispetto a quelli del 2019. Nel I e II trimestre del 2022 la crescita è continuata (+12 e 8,6% a/a rispettivamente), con un rallentamento registrato solo nel mese di aprile (+2,1% a/a). L'aumento degli scambi riguarda tutte le aree geografiche del paese, con picchi superiori al 17% in corrispondenza dei capoluoghi del Centro.

### Compravendite residenziali in Italia

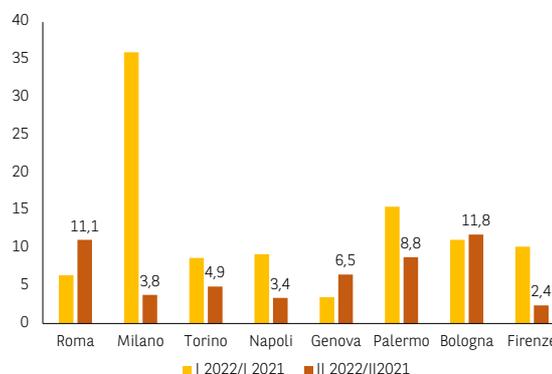
(composizione %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Agenzia delle entrate

### Compravendite residenziali in Italia per città

(var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

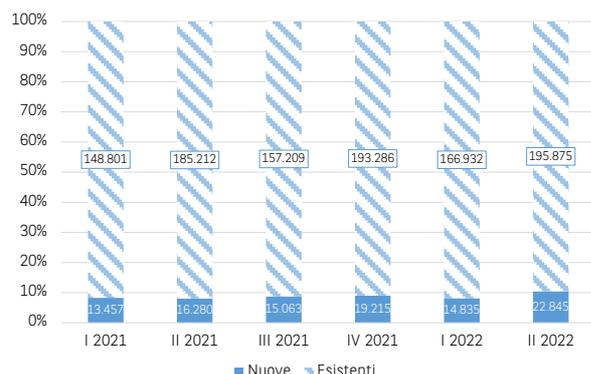
Nel II trimestre, inoltre, in tutte le aree del paese si osserva una crescita maggiore delle compravendite nei capoluoghi (+10,4% a/a) rispetto ai comuni minori non capoluogo (+7,7%), un dato in controtendenza rispetto a quanto osservato nei trimestri successivi allo scoppio della pandemia. Il taglio medio compravenduto è in leggera diminuzione. Anche in questo caso si tratta di una inversione di tendenza rispetto ai trimestri successivi alla pandemia in cui si è assistito a un aumento degli acquisti di tagli più grandi per adeguare l'abitazione ai cambiamenti nell'organizzazione del lavoro e della vita familiare legata alla pandemia e che hanno favorito ampie metrature con ambienti esterni, spesso fuori dai principali centri abitati e distanti dal luogo dove si svolgeva l'attività lavorativa in presenza.



Tra aprile e giugno i maggiori rialzi si sono osservati a Roma e Bologna, con oltre l'11% di acquisti in più rispetto al secondo trimestre del 2021, mentre il dato più contenuto di Milano (+3,8% a/a) va letto a fronte di un aumento eccezionale (+36%) registrato nel I trimestre dell'anno.

### Acquisti di abitazioni esistenti e di nuova costruzione in Italia

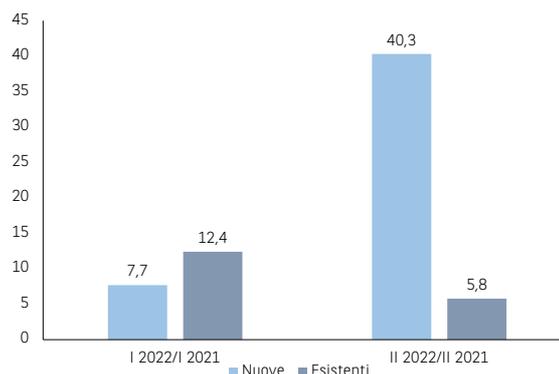
(composizione %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Agenzia delle entrate

### Acquisti di abitazioni esistenti e di nuova costruzione in Italia

(var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

Interessante osservare anche la composizione delle compravendite tra abitazioni nuove e usate. Sempre secondo i dati dell'Agenzia delle entrate, nel II trimestre del 2022 in Italia sono state acquistate circa 22.800 abitazioni nuove, pari all'10,4% del totale delle abitazioni compravendute (+40,3% a/a, dopo un aumento del 7,7% a/a registrato nel I trimestre).

Il peso delle abitazioni nuove compravendute sul totale è rimasto stabilmente intorno al 20% fino al quarto trimestre del 2013, per poi diminuire lentamente e portarsi al di sotto del 10% dal 2019. Grazie al balzo della prima parte del 2022 la quota è attualmente risalita al 10,4%.

Gli acquisti da parte delle famiglie in Italia continuano a rappresentare la quota di gran lunga predominante (96,3%), e secondo gli ultimi dati disponibili la metà degli acquisti (50,2%) da parte di persone fisiche è stato finanziato con mutui a garanzia dei quali è stata iscritta ipoteca sullo stesso immobile oggetto di compravendita. Tale quota risulta solo in leggero aumento rispetto ai trimestri precedenti.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL BNP Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL 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. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

