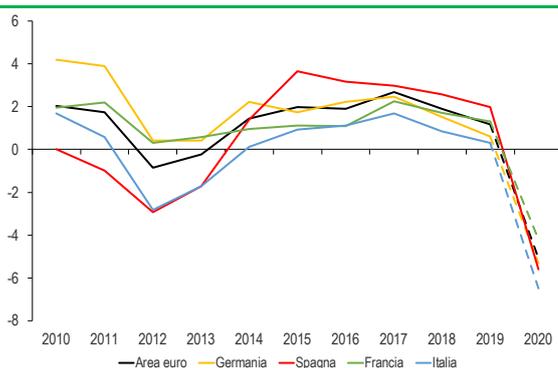
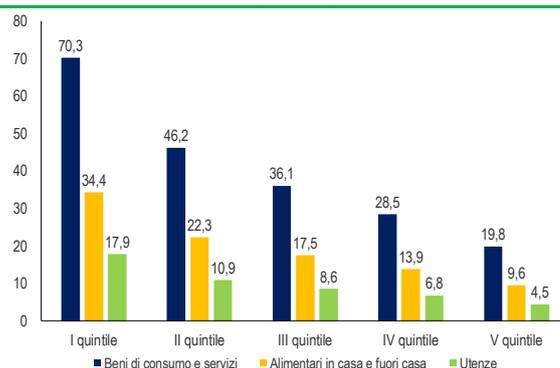


PIL
(var. % a/a)



**Area euro: rapporto consumi/reddito
mediano per quintili di reddito**
(val. %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Fmi, Prometeia (previsioni 2020) Fonte: Bce

Già prima dell'emergenza sanitaria ed economica la **spesa delle famiglie** non era riuscita a fare da volano ad una crescita vivace in nessuna delle maggiori economie dell'eurozona. Nell'area euro, l'incremento dei consumi privati tra il III trimestre 2013 (inizio della ripresa) e la fine dello scorso anno è stato dell'1,7% con la Germania in linea con l'andamento medio (+1,7%), mentre al di sotto si sono collocate la Francia (1,4%) e l'Italia (0,6%) con l'unica eccezione della Spagna che ha riportato una crescita media del 2,3%.

Le attese di un **aumento del tasso di disoccupazione e di una riduzione dei redditi** conseguenti il protrarsi della chiusura di molte attività produttive **non potrà non pesare sulla dinamica della spesa dei nuclei familiari rendendone quanto mai incerta l'evoluzione**. Preoccupa la situazione di **precarietà di quei nuclei familiari che sperimentano anche una "povertà di ricchezza" ovvero scarse (o nulle) risorse finanziarie su cui fare affidamento in caso di riduzione/mancanza di reddito**.

Alcune evidenze nelle zone italiane maggiormente interessate dall'epidemia, già registrano **mutamenti nel comportamento dei consumatori** in risposta a una situazione inattesa ed eccezionale. Difficile stabilire se e quanto di queste modifiche deve ritenersi strutturale e quanto viceversa possibilmente riassorbito nel tempo.

Consumi delle famiglie: quali sviluppi?

C. Russo  carla.russo@bnlmail.com

Già prima dell'emergenza sanitaria ed economica causata dalla diffusione del COVID-19, la crescita del Pil dell'area euro e dei suoi principali paesi non si presentava particolarmente vivace. L'effetto dirompente dell'epidemia si innesta in una fase espansiva tra le più modeste mai registrate, in cui nessuna delle componenti del Pil ha conseguito tassi di crescita in grado di trainare in maniera decisa l'attività economica. Nell'area euro, dall'avvio della ripresa (III trim. 2013) alla fine del 2019 la crescita media annua è stata dell'1,7% grazie al contributo di 0,8 p.p. dei consumi privati (+1,4% crescita media del periodo) e di 0,6 p.p. degli investimenti fissi (+3,2%) mentre nullo è stato l'apporto delle esportazioni nette.

Il modesto andamento dei consumi rilevato nei principali paesi dell'eurozona nel recente passato peggiorerà a causa degli effetti sfavorevoli su occupazione e redditi del protrarsi dell'attuale periodo di chiusura di molte attività produttive. In Italia si stima una perdita media del 12% del reddito disponibile delle famiglie interessate dal *lockdown*, percentuale che senza gli interventi governativi di compensazione avrebbe raggiunto il 33%. Sull'andamento dei consumi privati, inoltre, non potrà non pesare la situazione di precarietà di quei nuclei familiari che sperimentano anche una "povertà di ricchezza" ovvero scarse (o nulle) risorse finanziarie su cui fare affidamento in caso di riduzione/mancanza di reddito.

Malgrado la quantificazione degli effetti dell'emergenza sanitaria globale dei primi mesi del 2020 sia ancora prematura, diversi analisti sottolineano come alcuni capitoli di spesa siano e saranno seriamente compromessi. Alla luce delle prime evidenze nelle zone italiane maggiormente coinvolte dall'epidemia, già si registrano cambi di comportamento dei consumatori in risposta ad una situazione inattesa ed eccezionale che interessano trasporti, viaggi, vacanze, tempo libero, igiene personale, modifiche il cui impatto potrebbe rivelarsi strutturale.

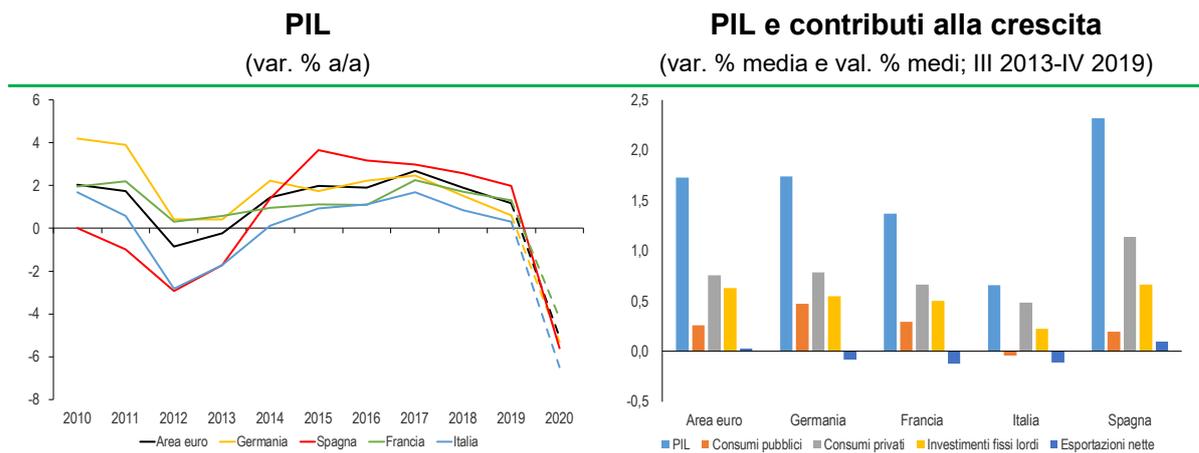
Verso una recessione da pandemia

La drammatica pandemia causata dal coronavirus coglie l'area euro in una fase di evidente debolezza. L'attesa di una crescita stabile e duratura, infatti, risulta da tempo smentita dalle risultanze congiunturali. Rispetto all'anno precedente, già non particolarmente brillante, il 2019 si è chiuso in netto rallentamento (uno scarto negativo di circa mezzo punto): la dinamica dell'eurozona si è fermata all'1,2%, con la Francia all'1,3%, la Spagna al 2%, e l'Italia sull'orlo di una nuova recessione (+0,3%). Per la Germania la frenata è stata ancora più marcata, con un aumento del Pil (+0,6%) di circa 1 p.p. inferiore rispetto al 2018.

Le stime sulle possibili ricadute economiche di questa pandemia sono particolarmente fragili. Quanto durerà il blocco di una parte rilevante dell'offerta di prodotti e servizi, quanto e quando ripartirà la domanda del mercato nazionale e di quelli esteri, sono tutte domande cui è difficile dare una risposta ragionevolmente fondata considerata la singolarità della fase che stiamo vivendo. All'inizio di marzo, quando cioè il COVID-19 era ancora soprattutto un problema della Cina e modeste o nulle le manifestazioni nel resto del mondo l'Ocse ipotizzava per il 2020 una crescita dell'attività economica inferiore all'1% per l'intera area euro, la Germania e la Francia; per l'Italia si stimava una variazione nulla. Con il passare dei giorni, l'evoluzione dei contagi nel nostro

paese, la diffusione della pandemia al resto dell'Europa, il conseguente arresto di molte attività, quel quadro di risultati sembra decisamente di difficile realizzazione. Lo scenario disegnato pochi giorni fa da Prometeia è ben più drammatico. Prometeia argomenta che la pandemia in atto sta determinando una recessione globale superiore a quella del 2008-09. Nel caso dell'Italia ritiene ragionevole ipotizzare che ad inizio maggio possa cominciare una lenta e selettiva ripresa dell'attività produttiva, con gli indici congiunturali più sensibili in risalita a partire da settembre. Ovviamente, il recupero di un *business as usual* è decisamente improbabile, soprattutto nel breve-medio termine. Nello scenario base di Prometeia gli accenni di ripresa nell'ultima parte del 2020 consentirebbero all'Italia solo di lenire la forte contrazione del primo semestre. Ne deriverebbe una flessione economica per l'intero 2020 stimata pari a -6,5%, una frenata cui seguirebbero due anni di recupero relativamente contenuto e comunque insufficienti ad evitare un consuntivo negativo per il triennio 2020-22. Secondo Prometeia la vicenda del coronavirus è destinata ad acuire il ritardo del nostro paese: se, infatti, nel 2022 l'eurozona potrà dire di aver completamente riassorbito le ricadute della pandemia, per l'Italia la perdita da sanare sarà ancora importante.

È largamente condivisa la percezione che per questi esercizi di previsione il rischio è quasi interamente indirizzato in senso negativo.



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Fmi, Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat Prometeia (previsioni 2020)

Al di là degli effetti dell'epidemia, la fase espansiva precedente risulta tra le più modeste mai registrate: nell'area euro la crescita media dal III trim. 2013 (primo trimestre di crescita dopo sei di recessione) al IV 2019 è stata dell'1,7% grazie al contributo di 0,8 p.p. dei consumi privati (+1,4%) e di 0,6 p.p. degli investimenti fissi (+3,2%), mentre nullo è stato l'apporto delle esportazioni nette. Allineata al dato medio dell'area è la Germania (1,7%) mentre al di sotto si collocano la Francia (1,4%) e soprattutto l'Italia (0,6%). Tra i paesi maggiori, l'unica eccezione positiva sembra essere la Spagna che ha riportato una crescita media del 2,3%. In ognuna delle principali economie, consumi privati e investimenti hanno contribuito in misura pressoché analoga alla crescita dell'attività economica: l'apporto dei consumi varia dai 0,3 p.p. dell'Italia agli 0,8 p.p. della Germania, come pure quello degli investimenti, il cui *range* ha spaziato dai 0,3 p.p. per l'Italia agli 0,8 p.p. della Francia.

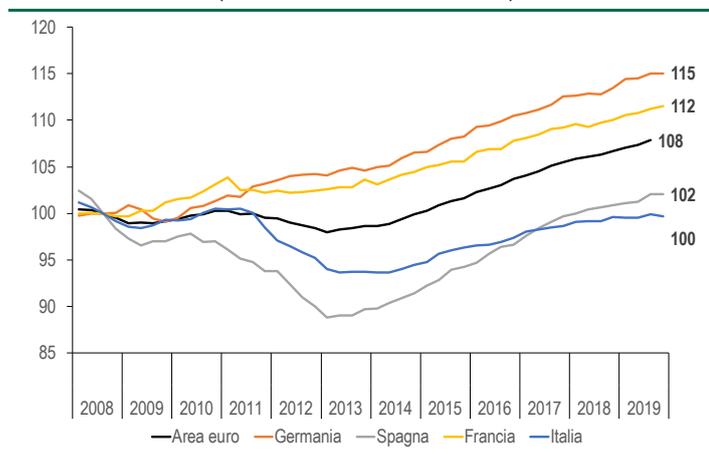
La spesa delle famiglie prima della pandemia

Posto pari a 100 il valore dei consumi a settembre del 2008, a fine 2019 solo la Germania e la Francia si ritrovano al di sopra in misura significativa del livello di undici anni prima (115 e 112, rispettivamente); Italia e Spagna si posizionano più o meno sugli stessi sui valori di oltre un decennio fa.

Nel complesso la crescita dei consumi risulta ovunque inferiore a quella delle precedenti fasi espansive, malgrado il miglioramento intervenuto nel mercato del lavoro e dei redditi in generale, (ovviamente fino ai primi due mesi del 2020). Gli indicatori dell'eurozona evidenziano che il tasso di disoccupazione era in diminuzione (seppure molto lentamente) dagli inizi del 2017 (al 7,4% a gennaio scorso), mentre dal 2013 i redditi reali delle famiglie erano in moderato ma costante aumento (+1,4% nel 2019). L'inaspettato, imponente e diffuso shock sanitario, sociale ed economico delle ultime settimane non potrà che invertire il percorso di redditi e occupazione.

Consumi privati

(numeri indici; III 2008=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat

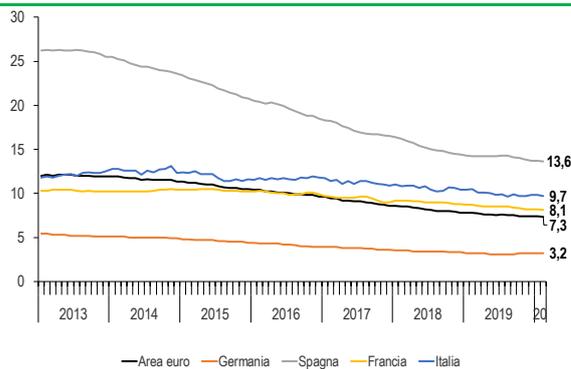
Fino ai primi mesi del 2020 la lenta evoluzione favorevole dei trend era comune alle maggiori economie dell'area anche se con sensibili differenze sia nel livello di disoccupazione sia nella dinamica dei redditi. In Spagna, Italia e Francia i disoccupati erano, rispettivamente il 13,6%, il 9,7% e l'8,1% della popolazione attiva (febbraio) e poco sopra il 3% in Germania. Relativamente ai redditi, rispetto al 2008 solamente la Germania e la Francia proponevano un aumento reale pro-capite significativo (+25,7% e +14,2% rispettivamente) a fronte di una crescita delle entrate delle famiglie spagnole e italiane solo modesta (+8% e +2%).

Alla luce del perdurare di una dinamica moderata dei consumi, e dell'attività economica in generale, negli ultimi anni si sono intensificati gli approfondimenti sulle determinanti principali della spesa delle famiglie. Considerato che evidenze empiriche mostrano come gli attuali andamenti dei consumi siano in contrasto con la teoria del ciclo vitale/reddito permanente, si è ipotizzato come anche l'incertezza del reddito, la presenza di vincoli di liquidità e la fiducia possano aver influenzato la propensione al consumo sottolineando il ruolo non secondario delle caratteristiche individuali delle

famiglie¹. In effetti, considerando la maggiore propensione al consumo delle fasce di reddito più basse, una ripresa del mercato del lavoro che possa estendersi alle famiglie che si collocano nella parte inferiore della distribuzione del reddito (lavoratori scarsamente qualificati e/o più giovani) potrebbe portare a una dinamica dei consumi più vivace. L'ultima indagine della Bce sui bilanci e i consumi delle famiglie evidenzia infatti come il rapporto tra consumi e reddito mediano degli appartenenti alla fascia di reddito più bassa sia oltre tre volte quella di coloro che si collocano nella parte superiore della distribuzione.

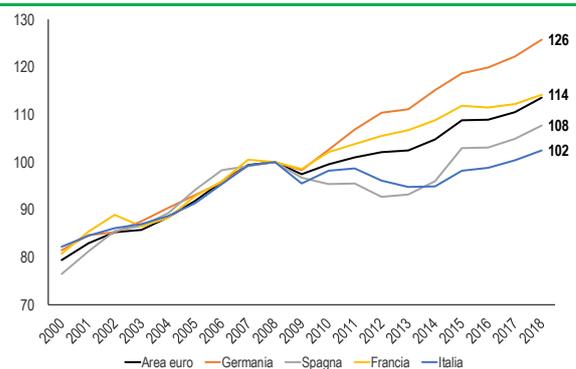
Tasso di disoccupazione

(val. % su popolazione attiva)



Reddito reale disponibile delle famiglie

(2008=100)



Fonte: Eurostat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat

È comunque indubbio che una ripresa robusta del mercato del lavoro potrebbe giovare alla dinamica della spesa privata considerato che l'elasticità dei consumi rispetto ai redditi da lavoro è più elevata rispetto a quelle dei redditi da capitale o da trasferimenti. L'attuale fase congiunturale, purtroppo, lascia però ipotizzare, nell'immediato, un aumento della disoccupazione e una riduzione dei redditi. Recenti studi² sugli effetti nel nostro paese della chiusura di molte attività per limitare il rischio epidemiologico indicano una perdita media del 12% del reddito disponibile delle famiglie interessate dal *lockdown*, percentuale che senza gli interventi governativi di compensazione avrebbe raggiunto il 33%.

Analogamente anche un'analisi della Banca d'Italia³ lascia ipotizzare come il blocco di numerose attività produttive nei principali paesi Uem avrà effetti negativi sulle future spese delle famiglie. Lo studio prende in considerazione la "povertà di ricchezza", vale a dire la scarsità o mancanza di risorse finanziarie su cui fare affidamento in caso di riduzione/assenza di reddito: in Francia e in Germania il 90 e l'85% delle entrate delle famiglie che si trovano in questa situazione è attualmente esposto alle ricadute delle misure di contenimento di tali attività, percentuali che scendono al 70% e al 67% nel caso di Italia e Spagna, rispettivamente.

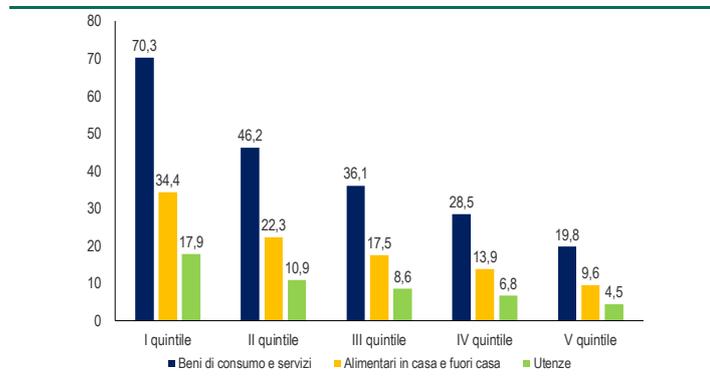
¹ BCE, Bollettino economico, numero 5/2018, Consumi privati e relative determinanti nell'espansione economica attuale.

² F. Figari, C. Fiorio, Effetto virus su conti pubblici e redditi, 7 aprile 2020, www.lavoce.info

³ Banca d'Italia, Le condizioni finanziarie delle famiglie europee di fronte alla pandemia, 4 aprile 2020

Area euro: rapporto consumi/reddito mediano per quintili di reddito

(val. %)



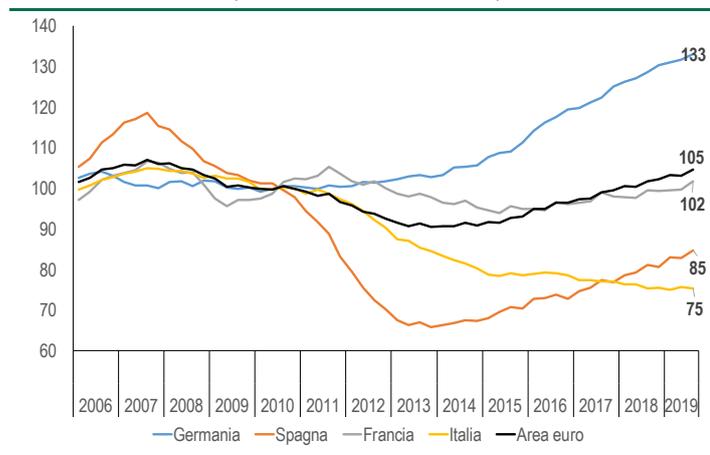
Fonte: Bce

Un effetto ricchezza molto contenuto

Il generale debole andamento dei consumi privati, malgrado il miglioramento del contesto macroeconomico (fino al recente passato), ha spinto a riflettere anche sugli effetti della ricchezza sulla decisioni di spesa delle famiglie, una risorsa che, secondo un recente articolo della Bce, risulta essere alimentata soprattutto da plusvalenze patrimoniali piuttosto che dal risparmio netto⁴. Alla luce di questa considerazione, l'osservazione degli andamenti delle diverse tipologie di ricchezza e della composizione dei portafogli finanziari può aiutare nella comprensione della moderata dinamica dei consumi. Se si guarda al trend dei prezzi reali delle abitazioni negli ultimi anni si evidenzia un incremento solo per la Germania (+2,8% annuo in media dal 2010) a fronte di una variazione marginalmente positiva in Francia (+0,4%) e di una nettamente negativa in Spagna e Italia (-1,9% e -3,1% rispettivamente). A parte la Germania, nessuna delle altre maggiori economie ha recuperato rispetto ai picchi massimi delle quotazioni immobiliari della seconda metà del decennio scorso.

Mercato immobiliare

(numeri indici; 2010=100)



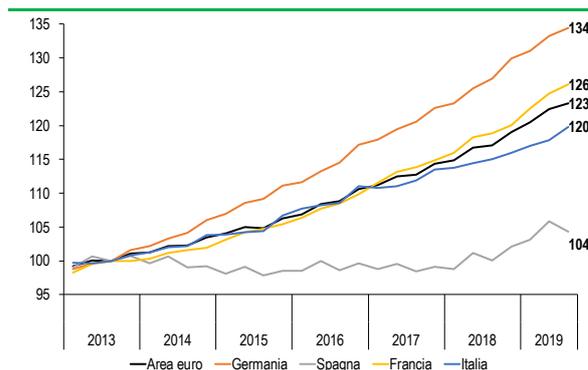
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bei

⁴ BCE, Ricchezza e consumi delle famiglie nell'area dell'euro, Bollettino economico, n. 1/2020.

In generale quindi i residenti nell'area euro non hanno potuto beneficiare dell'effetto ricchezza derivante dalle rivalutazioni immobiliari, effetto peraltro poco diffuso anche in passato nel Vecchio Continente dove la propensione marginale al consumo da ricchezza immobiliare risulta essere molto contenuta. L'apprezzamento di un euro delle quotazioni immobiliari si traduce, al massimo, in un centesimo di spesa aggiuntiva in Germania e Italia, due centesimi in Francia e tre in Spagna.

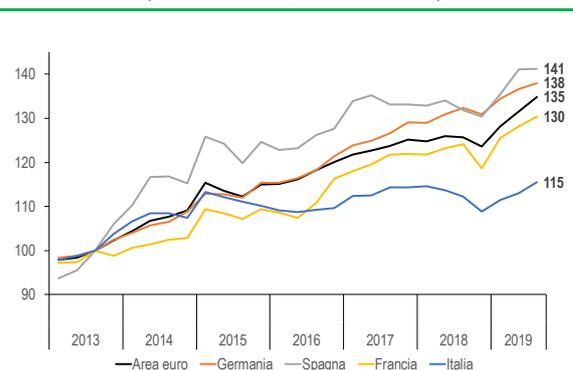
Di maggiore intensità risulta l'effetto ricchezza proveniente dall'incremento delle attività finanziarie variando dai tre centesimi della Germania ai quattro di Francia e Italia fino a raggiungere i sei per la Spagna. In questo caso il riflesso sui consumi dipende dalla composizione del portafoglio e dai relativi rendimenti, elementi che si presentano piuttosto diversificati tra i principali paesi dell'eurozona. Posto che ovunque la ricchezza finanziaria delle famiglie è costituita prevalentemente da attività liquide (33% nell'eurozona), pensioni e riserve assicurative (35%), gli investimenti in obbligazioni, azioni quotate e fondi di investimento rappresentano in media il 15% del totale delle attività finanziarie detenute, con una quota che varia dall'11% della Francia al 20% circa di Germania, Spagna e Italia. Nello specifico, tra il III trimestre del 2013 e il III del 2019 il valore dei titoli di debito è sensibilmente diminuito (-618 mld) riflettendo soprattutto le vendite effettuate dalle famiglie italiane (-357 mld) mentre le quote di fondi di investimento hanno beneficiato sia di un aumento dei prezzi sia di nuovi acquisti (+295 mld) ascrivibili alle famiglie tedesche, spagnole e italiane; hanno invece manifestato una lieve tendenza a disinvestire le famiglie francesi. Sempre nello stesso periodo (III trim. 2013-III 2019) il valore delle azioni quotate detenute dalle famiglie è aumentato sensibilmente in tutte le grandi economie dell'eurozona; il risultato tuttavia è un riflesso dell'aumento dei prezzi in mancanza del quale si sarebbero registrate vendite nette. Diverso l'andamento dei depositi che quasi ovunque registra una crescita a due cifre. Le famiglie tedesche, francesi e italiane hanno aumentato in sei anni (III 2013-III 2019) le proprie disponibilità liquide rispettivamente del 34%, del 26% e del 20%, le spagnole del 4%.

Depositi delle famiglie
(numeri indici; III 2013=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Ricchezza finanziaria netta delle famiglie
(numeri indici; III 2013=100)

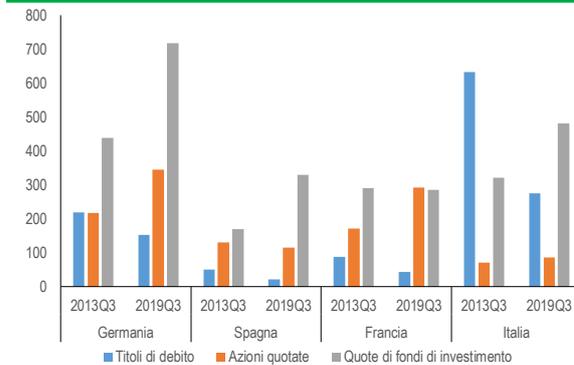


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Nel complesso, anche l'aumento della ricchezza finanziaria netta, ancorché robusto nell'insieme dei diversi strumenti (a doppia cifra nei principali paesi Uem), non sembra aver fornito un deciso supporto alla dinamica dei consumi soprattutto se si considera

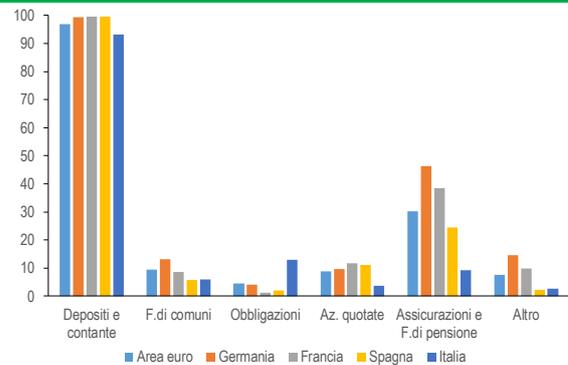
che solo una porzione molto ridotta delle famiglie ha in portafoglio prodotti diversi dal contante.

Titoli nel portafoglio delle famiglie
(miliardi di euro)



Fonte: Eurostat

Quota di famiglie in possesso di attività finanziarie per tipologia di prodotto
(val. %)



Fonte: Bce

Malgrado la quantificazione degli effetti economici dell'emergenza sanitaria globale dei primi mesi del 2020 sia ancora prematura, diversi analisti sottolineano come alcuni capitoli di spesa siano e saranno seriamente compromessi. Alla luce delle prime evidenze nelle zone italiane maggiormente coinvolte dall'epidemia, già si registrano mutamenti nel comportamento dei consumatori in risposta a una situazione inattesa ed eccezionale, mutamenti che interessano trasporti, viaggi, vacanze, tempo libero, igiene personale. Difficile stabilire se e quanto di queste modifiche deve ritenersi strutturale e quanto viceversa possibilmente riassorbito nel tempo.

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. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com