

Allianz Research

Edilizia abitativa europea: quali sono le prospettive?

Il rallentamento della crescita, l'aumento dei tassi di interesse e l'inflazione energetica costringono a scelte politiche difficili che incidono sulla coesione sociale e sulla mitigazione dei cambiamenti climatici

1 Dicembre 2022



Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist
pablo.espinosa-urriel@allianz.com

Patricia Pelayo Romero
Economist – Insurance and ESG
patricia.pelayo-romero@allianz.com

Maddalena Martini
Economist for Italy and Greece
maddalena.martini@allianz.com

Andreas (Andy) Jobst
Head of Macroeconomic & Capital Markets Research
andreas.jobst@allianz.com

Eric Barthalon
Head of Capital Markets
eric.barthalon@allianz.com

Nihal Temüge
Research Assistant
nihal.temuege@allianz.com

Christian Janssen
Research Assistant
christian-johannes.janssen@allianz.com

EXECUTIVE SUMMARY

- **L'inasprimento delle condizioni di finanziamento, il rallentamento della crescita e l'impennata dell'inflazione stanno mettendo sotto pressione il mercato immobiliare europeo.** Il rapido aumento dei tassi ipotecari ha ridotto drasticamente l'accessibilità economica degli immobili in un momento in cui i prezzi delle case hanno già raggiunto livelli insostenibili in molti paesi europei. Con l'aumento dei prezzi dell'energia e l'inflazione che erodono ulteriormente il reddito disponibile, la domanda di credito per l'acquisto di abitazioni è destinata a diminuire nei prossimi trimestri.
- **Il mercato immobiliare tedesco è il più a rischio tra le principali economie europee.** I prezzi degli immobili sono più che raddoppiati dal 2015, mentre l'accessibilità delle case è diminuita del -30%. Prevediamo una correzione dei prezzi del -8% in termini reali fino alla fine del 2024, seguita da circa il -5% in Francia e nel Regno Unito. Le correzioni dei prezzi in Spagna e in Italia, i cui mercati immobiliari non sono decollati dopo lo scoppio della bolla degli anni 2000, saranno meno gravi intorno al -3%.
- **Tuttavia, il crollo dei prezzi delle case non attenuerà materialmente la crescente sfida sociale del rapido declino dell'accessibilità economica degli immobili, soprattutto per le giovani generazioni.** La massiccia espansione dell'offerta di moneta dalla metà degli anni 2010 dovuta al quantitative easing ha gonfiato i prezzi degli investimenti non produttivi in aree altamente collateralizzate, come il settore immobiliare. Pertanto, l'accessibilità economica delle case per le generazioni più giovani e le famiglie vulnerabili diventerà una questione di politica pubblica sempre più urgente.
- **Allo stesso tempo, l'impennata dei prezzi dell'energia, l'aumento dei costi di costruzione e l'aumento dei tassi di interesse potrebbero anche sfidare l'ondata di "rinnovamento" europea.**
- **A differenza della crisi finanziaria del 2008, per affrontare questo problema, gli interventi politici devono essere orientati verso gli aspetti sociali e verdi.** Riteniamo che una combinazione di aumento dell'offerta di alloggi e aumento del sostegno pubblico per le famiglie vulnerabili potrebbe rafforzare gli incentivi delle famiglie a investire in misure di efficienza energetica, portando avanti uno degli obiettivi chiave del Green Deal dell'UE.

Le famiglie europee colpite da un onere più elevato dei tassi d'interesse ipotecari mentre l'economia continua a rallentare.

L'inasprimento delle condizioni di finanziamento, il rallentamento della crescita e l'impennata dell'inflazione stanno mettendo sotto pressione il mercato immobiliare europeo.

Sebbene il 2022 sia stato l'anno delle correzioni dei prezzi in molti mercati, le implicazioni del settore immobiliare lo rendono uno dei settori più sensibili e unici. Per molti, l'alloggio è la principale forma di investimento, ma anche quando non è di proprietà, i pagamenti relativi agli immobili (sia per l'affitto che per i mutui ipotecari) occupano gran parte dei redditi mensili e l'alloggio è un bisogno sociale di base..

Mentre la sopravvalutazione degli immobili è una preoccupazione globale, l'Europa è particolarmente colpita dall'attuale crisi energetica e dal suo impatto sui redditi reali (che erano in calo anche prima dell'invasione russa dell'Ucraina). Mentre l'Europa scivola in recessione, l'aumento dei tassi di interesse e l'aumento dei costi energetici hanno messo l'acquisto di una casa fuori dalla portata della maggior parte delle famiglie, aggiungendosi alle pressioni sui prezzi pre-crisi derivanti dall'interruzione delle catene di approvvigionamento per i materiali da costruzione. E gli effetti sui prezzi delle case variano da un luogo all'altro dell'Eurozona.¹

In questo articolo, analizziamo gli attuali sviluppi nel settore immobiliare residenziale nei maggiori paesi europei sulla base di quattro fattori: domanda, offerta, prezzi e condizioni finanziarie. Proiettiamo quindi la portata della potenziale correzione dei prezzi e valutiamo l'impatto sull'accessibilità delle case, con particolare attenzione alle implicazioni per le giovani generazioni e la transizione verde.

Tabella 1. Mappa di calore delle variazioni annuali delle variabili chiave per gli immobili residenziali. Ultima data disponibile per ciascun indicatore (z-scores)*

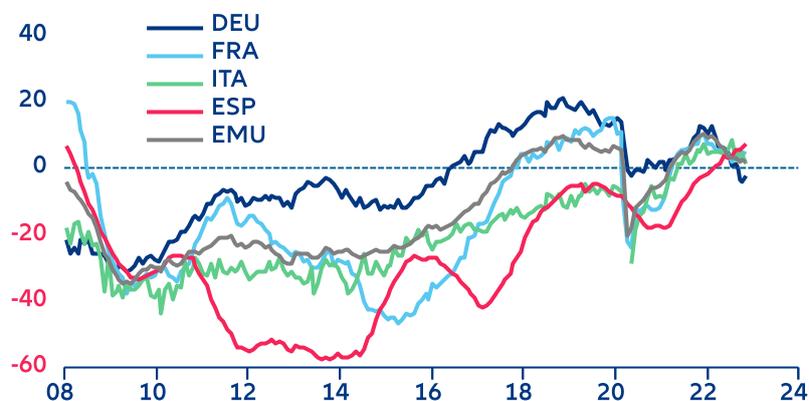
		Germany	France	Italy	Spain	UK
Demand	Consumer sentiment	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	Wages	White	Red	White	White	Red
	Delinquent loans	Grey	Grey	White	Blue	Red
	Savings rate	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
Supply	Building permits	Blue	White	Red	White	Grey
	Business confidence	Blue	Blue	Blue	Red	Blue
	Construction spending	Red	White	White	Red	Red
	Housing starts	Blue	White	White	Red	White
	Supply new homes	Grey	Blue	Grey	White	White
Price	Nominal HPI	Red	Red	Red	White	White
	Price-to-rent Ratio	Red	White	White	White	Red
	Price-to-income Ratio	Red	White	Blue	White	Red
	Materials prices	Red	Red	Red	Red	Red
Financial sector RE related	RE Equities	Blue	Blue	White	Blue	Blue
	Residential loans	Red	Blue	White	Blue	Blue
	Mortgage rate	Red	Red	Red	Red	Red
	MBS Yield	Red	Grey	Grey	Grey	Grey

Fonti: Refinitiv, Allianz Research. * Gli z-score sono calcolati su un periodo di 20 anni, o il massimo disponibile quando la serie ha meno di 20 anni di storia. Le celle grigie riflettono i dati mancanti.

¹ Ad esempio, la Germania ha perso il boom degli anni 2000 dopo l'eccesso di investimenti che ha seguito il "Fördergebietsgesetz", ma ha sperimentato il proprio boom dopo il 2015.

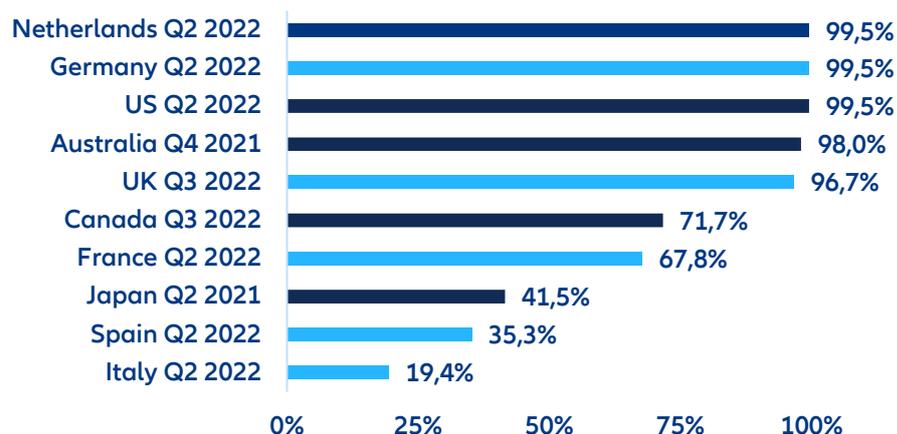
La nostra analisi fondamentale suggerisce che nel breve termine si profila un rallentamento significativo (Tabella 1). La domanda sta mostrando chiari segnali di debolezza poiché la crescita dei salari non tiene il passo con l'inflazione, che ha eroso i risparmi aumentati durante i blocchi legati al Covid. Anche l'offerta sta diminuendo, con gli ordini di costruzione e la fiducia delle imprese di costruzione che si sono ulteriormente deteriorati a novembre (si veda la figura 1; la domanda insufficiente è stata nominata il principale fattore limitante nell'ultima versione ESI, superando la carenza di manodopera e materiali). Guardando al futuro, il quadro non migliora: la domanda di alloggi è destinata a rallentare ulteriormente, con le famiglie europee già oberate dall'aumento del costo della vita. In genere, i primi segnali di una flessione immobiliare provengono dalla debolezza della domanda e dell'offerta, che si traduce in un calo delle vendite e in un calo dei prezzi. L'entità della caduta dipende principalmente dalla volontà di vendere, che a sua volta dipende dal legame tra crescita e disoccupazione, e dalle reti di sicurezza in atto.

Figura 1. Indicatore del clima economico per il settore delle costruzioni



Fonti: Commissione europea, Refinitiv, Allianz Research.

Figura 2. Mercato immobiliare: apprezzamento attualmente percepito (come percentile della distribuzione storica) *

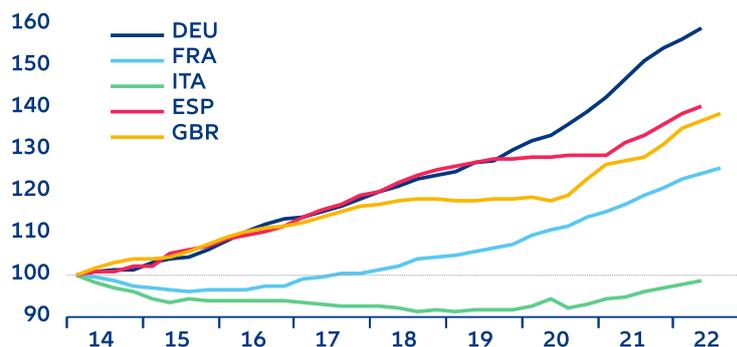


Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Note: * Stesso metodo illustrato nella nota 3. La distribuzione dei rendimenti percepiti è stata calcolata dal 1970. Sebbene non esista una certa soglia per la sopravvalutazione, un tasso di apprezzamento percepito che supera il 95 ° percentile indica generalmente una bolla immobiliare.

Evoluzione dei prezzi, il nocciolo della questione. Le maggiori economie europee non hanno goduto dello stesso boom immobiliare pandemico degli Stati Uniti o di altri mercati sviluppati.

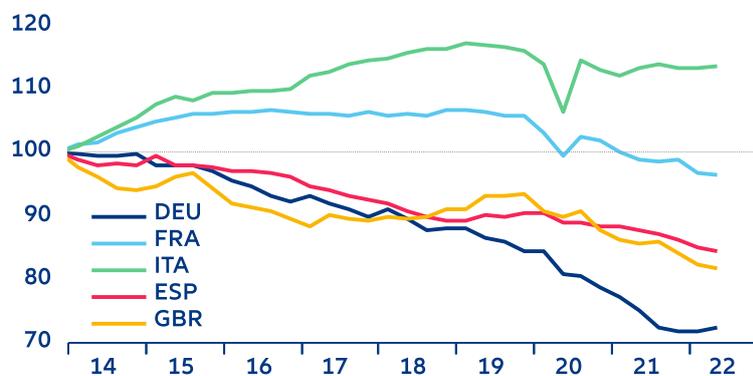
In termini nominali, i prezzi degli immobili sono aumentati, ma a tassi più modesti; In termini reali, sono già diminuiti.² Per misurare il grado di sopravvalutazione del mercato immobiliare – che lo rende più incline a una severa correzione una volta che il vento si sposta – utilizziamo la distribuzione dei tassi di apprezzamento percepiti in passato.³ Troviamo che il mercato immobiliare in Germania e nel Regno Unito, e in misura minore in Francia, è più sopravvalutato tra le maggiori economie in Europa (Figura 2). In questi paesi, anche l'accessibilità economica è diminuita drasticamente nel corso degli anni, e più che in altri paesi se misurata sulla base dei rapporti prezzo/affitto/prezzo/reddito (figure 3 e 4).

Figura 3. Evoluzione del rapporto prezzo/affitto. Basato al 31/12/2013



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Figura 4. Evoluzione del rapporto tra reddito disponibile e prezzi delle abitazioni come indicatore della disponibilità. Basato al 31/12/2013.



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

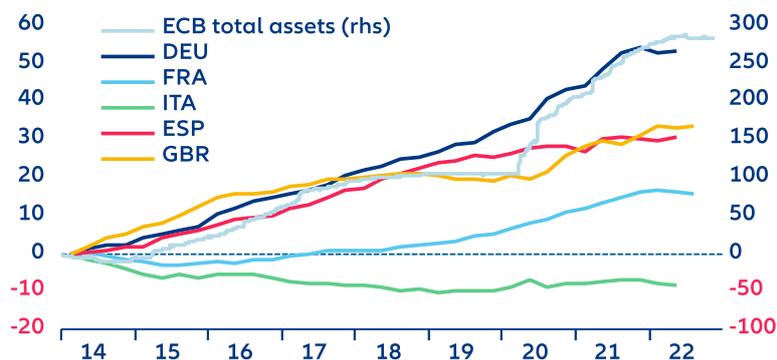
La sopravvalutazione è stata sostenuta dall'inflazione dei prezzi degli asset alimentata dal quantitative easing (QE). I successivi cicli di quantitative easing condotti dalle principali banche centrali dal 2008 hanno sostenuto i prezzi elevati degli asset in due modi: direttamente, perché l'eccesso di liquidità non si è tradotto in investimenti produttivi, ma è stato piuttosto

² Nominal house price indexes deflated by CPI.

³ Perceived returns are a proprietary measure based on Maurice Allais' Theory of Psychological Time, a particular moving average in which the weights not only depend on time but also adjust dynamically to assign greater share to larger movements. It is used as a "self-reliant" measure of overvaluation by analysing its historical returns (see Figure 2).

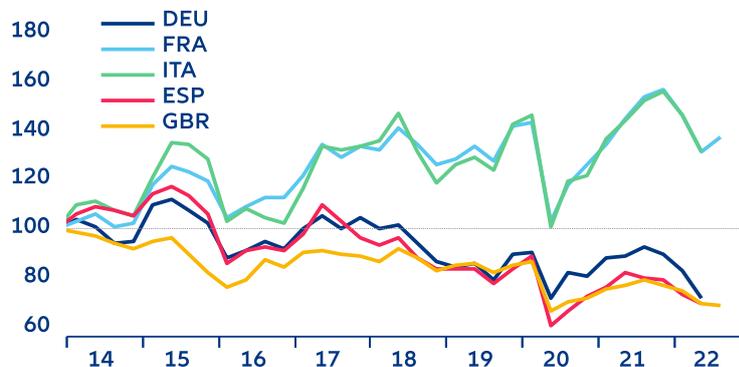
utilizzato per consolidare bilanci e creare cuscinetti (accaparramento), e indirettamente, perché gli interventi tempestivi sono stati visti dai mercati come uno stop-loss, incentivando comportamenti di assunzione di rischi. Mentre questo è più evidente nel mercato azionario, anche i prezzi delle case in molti paesi hanno beneficiato di questo denaro (vedi figure 5 e 6). Con il fallimento del QE nel raggiungere il suo obiettivo teorico, vale a dire portare l'inflazione al target e portare l'economia dell'Eurozona fuori dalla terapia intensiva, il prezzo degli immobili residenziali è cresciuto più rapidamente del reddito disponibile in ogni grande economia europea, ad eccezione dell'Italia (vedi Figura 5).

Figura 5. Aumento cumulato dei prezzi reali delle abitazioni (%) rispetto al bilancio della BCE (lato destro, %).



Fonti: BIS, Refinitiv, Allianz Research.

Figura 6. Evoluzione del rapporto tra performance del mercato azionario e prezzi delle case. Base 31/12/2013.



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Sebbene la sopravvalutazione sia una condizione necessaria, non è sufficiente: è necessario uno shock macrofinanziario per innescare una correzione dei prezzi. I possibili fattori scatenanti potrebbero essere l'inasprimento delle condizioni di credito o un rallentamento delle prospettive di crescita, e la combinazione di entrambi aumenterà sicuramente la probabilità di una correzione dei prezzi..

Guardando al futuro, ci aspettiamo la più grande correzione dei prezzi reali delle abitazioni in Germania a causa delle condizioni preesistenti⁴ e un'imminente contrazione dell'attività economica, seguita da Francia e Regno Unito. Sulla base delle recenti tendenze dei prezzi e della stima dei dati del panel delle variazioni dei prezzi reali delle abitazioni,⁵ ci aspettiamo una correzione nel periodo 2023-2024 in tutte e cinque le maggiori economie dell'Eurozona, anche se sarà particolarmente profonda in Germania, Francia e Regno Unito (cfr. tabella 2).

Tabella 2. Stime reali dell'HPI per il 2023-24 (a/a), fine anno)

	DEU	FRA	ITA	ESP	GBR
Macro-financial equation ^{1/}					
2023	-5.1	-3.4	-1.8	-2.4	-3.4
2024	-3.1	-2.3	-0.6	-1.0	-1.6
Equity markets equation ^{1/}					
2023	-13.5	-10	7.1 ^{2/}	0.1	-3.7

Fonti: Refinitiv, Allianz Research. 1/ Per ulteriori dettagli sulle metodologie si rimanda all'allegato 1. 2/ Come spiegato nell'allegato 1, l'ampio numero positivo dell'Italia si basa su due fattori importanti: la scarsa performance dei prezzi reali delle abitazioni nell'ultimo decennio e l'ipotesi di lavoro che l'apprezzamento percepito convergerà verso il suo valore di lungo periodo, atteso dal modello entro dicembre 2023.

Le condizioni preesistenti contano di più in Spagna e in Italia, preparando il terreno per una correzione, ma tali previsioni sono quelle con i maggiori rischi al ribasso a causa della combinazione di una lenta ripresa prevista per il 2024 (intorno +0,8-0,9%), un output gap persistentemente elevato e rischi duraturi di un elevato debito pubblico. Oltre a queste previsioni puramente macro-finanziarie, modelliamo anche la relazione tra la performance delle azioni legate al settore immobiliare e la performance degli indici ufficiali dei prezzi reali. Riteniamo che Germania e Francia siano le più esposte a una correzione, seguite dal Regno Unito. In Italia, i prezzi degli immobili residenziali hanno ancora spazio per recuperare, il che è improbabile nelle attuali condizioni macroeconomiche.

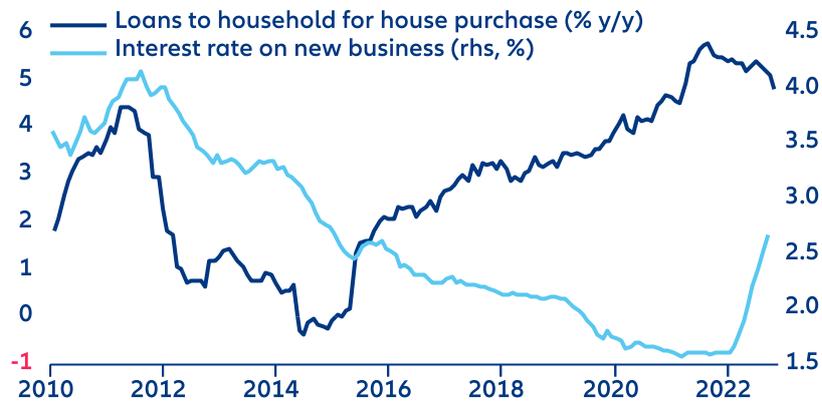
Aumento delle vulnerabilità: leva finanziaria delle famiglie, condizioni di credito e tassi sui prestiti

I prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni rallentano dopo solidi tassi di crescita dal 2020. Nella maggior parte dei paesi europei, i bassi tassi di interesse hanno stimolato il credito immobiliare. Di recente, tuttavia, la domanda di credito è diminuita in risposta all'inasprimento delle condizioni di finanziamento (figura 7), all'indebolimento delle prospettive del mercato immobiliare e al deterioramento della fiducia dei consumatori. Anche gli ultimi dati sugli aggregati monetari di ottobre confermano che le banche sono diventate più caute nell'erogare mutui ipotecari, con flussi mensili quasi dimezzati (da 15 miliardi di euro a 8 miliardi di euro). La crescita annua dei prestiti per l'edilizia abitativa è scesa al 4,2% (dal 4,4% di settembre). Inoltre, le banche prevedono di inasprire significativamente i loro standard di credito nel 4° trimestre, poiché è probabile che la domanda rallenti ulteriormente.

⁴ Le condizioni preesistenti sono l'insieme di fattori specifici del paese – inclusi i recenti sviluppi del mercato – che determinano i movimenti dei prezzi e che non sono catturati dal resto delle variabili nel modello (vedi Allegato 1).

⁵ Vedere l'allegato 1 per ulteriori dettagli.

Figura 7. Crescita dei prestiti rispetto ai tassi di interesse sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni

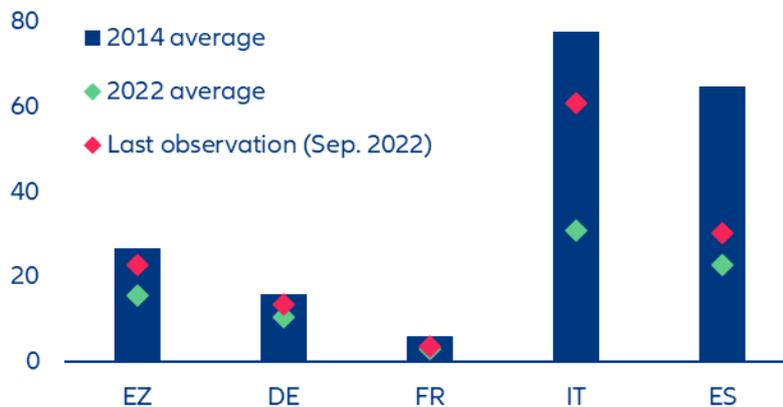


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

L'aumento dei tassi di interesse influisce anche sul comportamento creditizio delle famiglie.

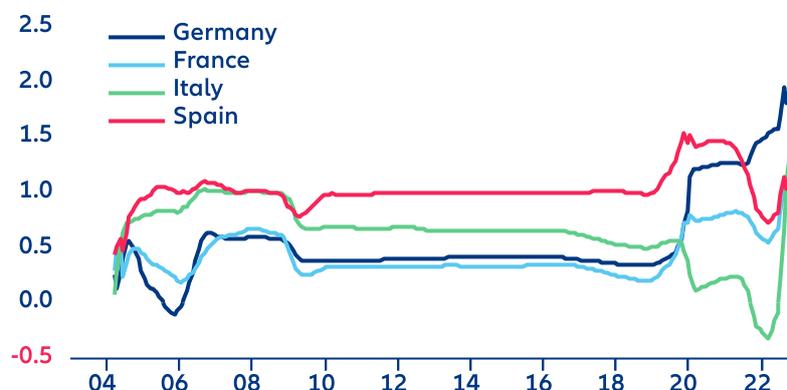
La domanda di mutui a tasso variabile sembra essere in ripresa in tutta l'Eurozona, anche se con significative differenze tra paesi, poiché le famiglie vogliono evitare di "bloccare" il tasso di interesse fisso attualmente elevato (Figura 8). Un ulteriore aumento dei tassi potrebbe comprimere la capacità di servizio del debito dei mutuatari, già messa a dura prova dall'impennata dei costi energetici e dell'inflazione, e ridurre ulteriormente la capacità di indebitamento..

Figura 8. Prestiti a tasso variabile in % del totale dei nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni



Fonti: BCE, Allianz Research

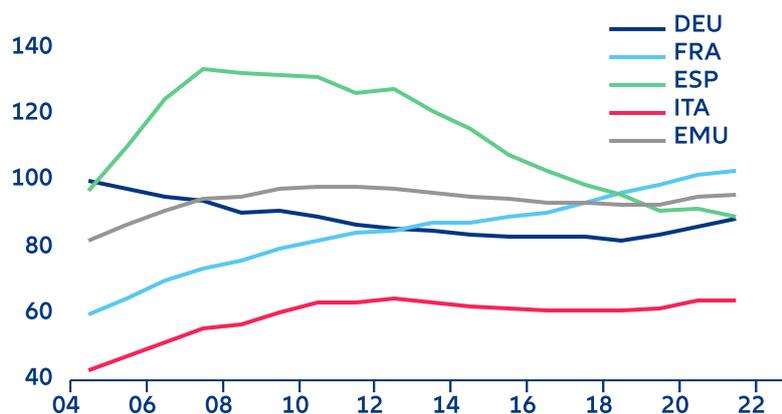
Figura 9. Analisi di sensibilità dei tassi di prestito per l'acquisto di abitazioni alla variazione del tasso di riferimento (stima rolling a 10 anni)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

La trasmissione dai tassi ufficiali e dai tassi sui prestiti bancari si è intensificata negli ultimi mesi in tutte le maggiori economie del blocco. Il tempo medio di trasmissione varia da quattro mesi in Italia e Spagna a sei mesi in Germania e Francia. Di recente, i tassi di prestito sono diventati più sensibili alle variazioni dei tassi di riferimento, soprattutto in Germania e in Italia (Figura 9). Poiché prevediamo che il picco dei tassi di interesse di riferimento si raggiungerà nel primo trimestre del 2023, nei prossimi trimestri le famiglie saranno maggiormente esposte al rischio di tasso di interesse. In particolare, l'Italia e la Spagna potrebbero subire un impatto più precoce a causa della quota più elevata di mutui a tasso variabile (con un rapporto debito/reddito in calo che fornisce una certa protezione). Al contrario, i mutui in essere in Germania e Francia sono in gran parte a tasso fisso (ma la leva finanziaria delle famiglie in questi Paesi sta aumentando) (Figura 10). Nel complesso, le famiglie sono diventate più vulnerabili alle dinamiche dei prezzi delle case nel 2023-24.

Figura 10. Rapporto debito/reddito lordo delle famiglie (%)



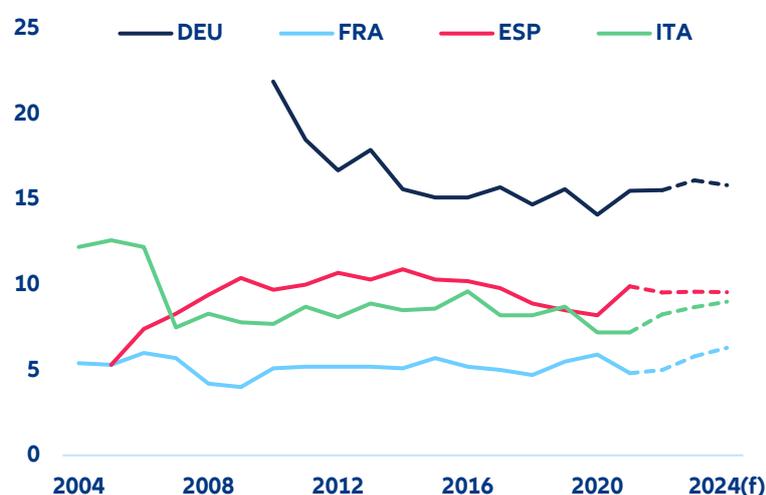
Fonti: Eurostat, Allianz Research

Implicazioni sociali: nessuna casa senza mutuo

Il rallentamento della crescita, unito all'aumento del costo della vita e alla carenza di alloggi a prezzi accessibili, probabilmente aumenterà il numero di famiglie vulnerabili. Circa l'8%

della popolazione dell'UE vive attualmente in una famiglia in cui i costi totali dell'alloggio rappresentano oltre il 40% del reddito totale disponibile delle famiglie. Inoltre, il reddito disponibile delle famiglie è cresciuto a un ritmo più lento rispetto ai prezzi delle abitazioni (figura 11). Nei quattro paesi più grandi, la correzione dei prezzi delle abitazioni potrebbe contribuire a migliorare la situazione finanziaria dei potenziali acquirenti, ma l'aumento della spesa non discrezionale dovuto all'inflazione compensa il beneficio di prezzi più bassi in termini nominali. Utilizzando le nostre aspettative macroeconomiche e le stime di correzione dei prezzi delle abitazioni, stimiamo i tassi di sovraccarico dei costi delle abitazioni. In Spagna, prevediamo che il tasso di sovraccarico dei costi abitativi aumenterà dall'8,2% al 9,6% nel 2024. In Italia, potremmo vedere questo rapporto salire dal tasso più basso del 7,2% al culmine della pandemia al 9,0% nel 2024, mentre in Francia il rapporto potrebbe raggiungere il 6,3% (dal 4,8%). La Germania ha i più alti tassi di sovraccarico dei costi abitativi nel nostro campione (15,5%) e ci aspettiamo che rimangano relativamente stabili al 15,8%.

Figura 11. Tasso di sovraccarico dei costi abitativi, in %*



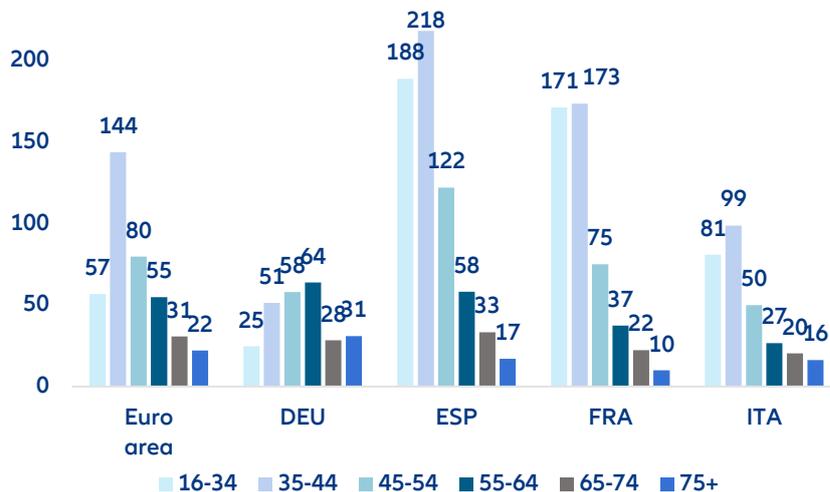
Fonti: Eurostat, Allianz Research. * Nota: il tasso di sovraccarico dei costi abitativi è la percentuale della popolazione che vive in famiglie in cui i costi totali dell'alloggio ("al netto" delle indennità di alloggio) rappresentano più del 40% del reddito disponibile ("netto" delle indennità di alloggio).

Mentre il sovraccarico dei costi abitativi comprende tutti i costi relativi all'alloggio, se guardiamo all'acquisto di case, non è solo il potere d'acquisto diminuito che fa sì che i potenziali acquirenti ci pensino due volte. Anche se c'è una correzione dei prezzi delle case, i movimenti dei tassi suggeriscono che anche il servizio del debito ipotecario potrebbe diventare insostenibile. Negli Stati Uniti, il tasso ipotecario mediano a 30 anni è più che raddoppiato negli ultimi 12 mesi ed è al suo livello più alto negli ultimi due decenni. I proprietari di case che non hanno bloccato un basso tasso di interesse per i mutui possono anche essere costretti a vendere in un ambiente di domanda depressa..

Le sfide sono diverse tanto tra i paesi quanto all'interno dei paesi. La Germania ha i tassi più bassi di abitazioni di proprietà dei quattro paesi campione dell'Eurozona (49,5%). Al contrario, la Spagna (75,8%) e l'Italia (73,7%) hanno una quota maggiore di proprietari di case. In Francia, gli acquirenti di prima casa tendono ad essere più giovani rispetto ai paesi limitrofi. Tuttavia, tutti i paesi hanno una cosa in comune: i divari di accessibilità sono pervasivi soprattutto nelle aree urbane, all'interno di decili di reddito più bassi, soprattutto per gli affittuari e tra i giovani. La proprietà della casa tra le famiglie più giovani è diminuita in diverse economie avanzate,

non solo in Europa, a causa della crescente disuguaglianza e incertezza dei redditi da lavoro. Di fronte a prezzi elevati delle case e redditi bassi e rischiosi, le famiglie più giovani potrebbero scegliere di non impegnarsi in un investimento illiquido rischioso, che a sua volta si traduce in un minore accumulo di ricchezza.

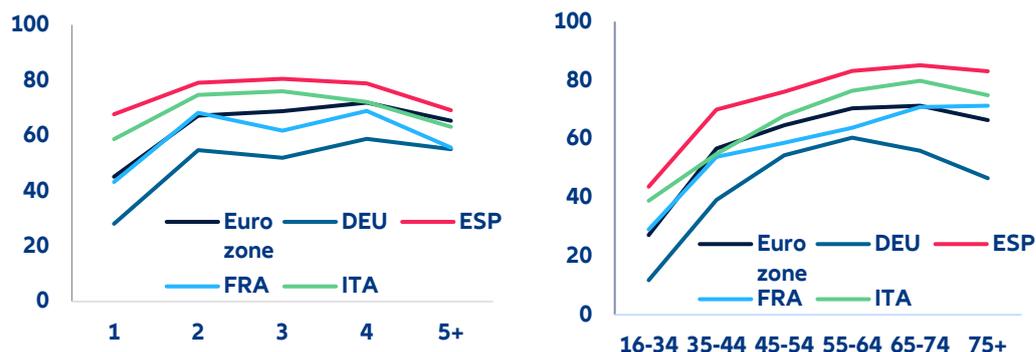
Figura 12. Rapporto debito/reddito disponibile per età, in %



Fonti: Indagine sulle finanze delle famiglie e sui consumi, Allianz Research

L'aumento dei prezzi, l'aumento dei tassi ipotecari e la diminuzione del potere d'acquisto hanno messo sotto pressione le famiglie più vulnerabili. In Spagna la proprietà dell'abitazione è relativamente alta tra il quintile di reddito più basso (73% delle famiglie, secondo Eurostat), molto più alta che in Italia (48%) o in Francia (33%). Il deterioramento delle condizioni del credito potrebbe creare maggiori tensioni in Spagna e in Italia rispetto a Francia e Germania, dove la proprietà della casa non è la norma. Anche se il tasso di sovraccarico dei costi abitativi è più alto per i giovani in Germania (23,9% per le persone di età compresa tra 15 e 29 anni) rispetto all'intera popolazione (19,9%), così come in Francia (giovani: 7,1%, tutte le età: 5,9%). In Spagna, la percentuale è relativamente simile: 8,3% per i giovani e 8,2% per l'intera popolazione. In Italia, non vi è alcuna differenza nella proprietà dell'abitazione tra le coorti più giovani e quelle più anziane (8,7%). È importante sottolineare che in Spagna e in Italia i giovani tendono a lasciare la casa dei genitori in età più avanzata, il che potrebbe rappresentare un'opportunità per accumulare un patrimonio iniziale (Figura 13).

Figura 13. Proprietà patrimoniale reale in % delle famiglie, per dimensione della famiglia ed età della persona di riferimento della famiglia



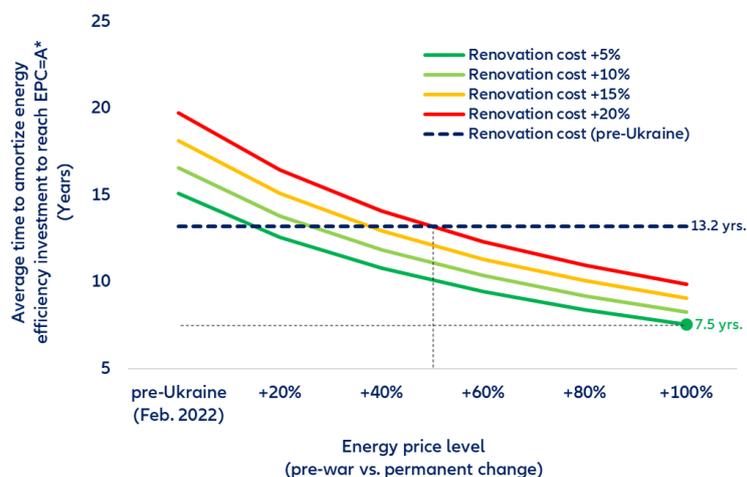
Fonti: Indagine sulle finanze delle famiglie e sui consumi, Allianz Research. *Nota: le attività reali comprendono il valore della residenza principale della famiglia per i proprietari di case, altre proprietà immobiliari, veicoli e oggetti di valore (come gioielli, opere d'arte, oggetti d'antiquariato, ecc.) e il valore delle imprese di lavoro autonomo. La ricchezza immobiliare comprende le residenze principali delle famiglie e altri beni immobili. Le mediane sono condizionali tra le famiglie proprietarie dei beni.

I rischi nel mercato immobiliare europeo mettono a repentaglio anche la "ristrutturazione verde"

L'impennata dei prezzi dell'energia, l'aumento dei costi di costruzione e l'aumento dei tassi di interesse potrebbero anche sfidare l'ondata di rinnovamento europea nell'ambito delle ambizioni del Green Deal dell'UE. Migliorare l'efficienza energetica degli edifici attraverso la ristrutturazione e l'ammodernamento rappresenta un elemento fondamentale dell'agenda dell'UE in materia di politica climatica e sarà essenziale affinché l'UE raggiunga il suo obiettivo di zero emissioni nette entro il 2050.

Riteniamo che le ristrutturazioni ad alta efficienza energetica siano diventate più attraenti in quanto ulteriori risparmi energetici nel lungo periodo superano i maggiori costi di ristrutturazione e installazione (a causa dell'aumento dei costi dei materiali da costruzione e della manodopera, Figure 14).⁶ Troviamo che il tempo di ammortamento è diminuito da 13,2 anni a meno di 10 anni per un'abitazione media se le pressioni strutturali sui prezzi nel settore dell'edilizia e delle costruzioni, nonché il costo del lavoro rimangono contenuti e i prezzi dell'energia si stabilizzano a livelli più elevati.

Figura 14. UE: Tempo medio di ammortamento degli investimenti in efficienza energetica degli edifici residenziali



Fonti: [Jobst and others \(2020\)](#), Allianz Research. Nota: sulla base di un aggiornamento dell'efficienza energetica a EPC=A come media semplice in tutti i paesi dell'UE, dopo aver controllato le differenze nei prezzi dell'energia, nella qualità del parco abitativo e nelle dimensioni delle abitazioni (cfr. anche riquadro 1).

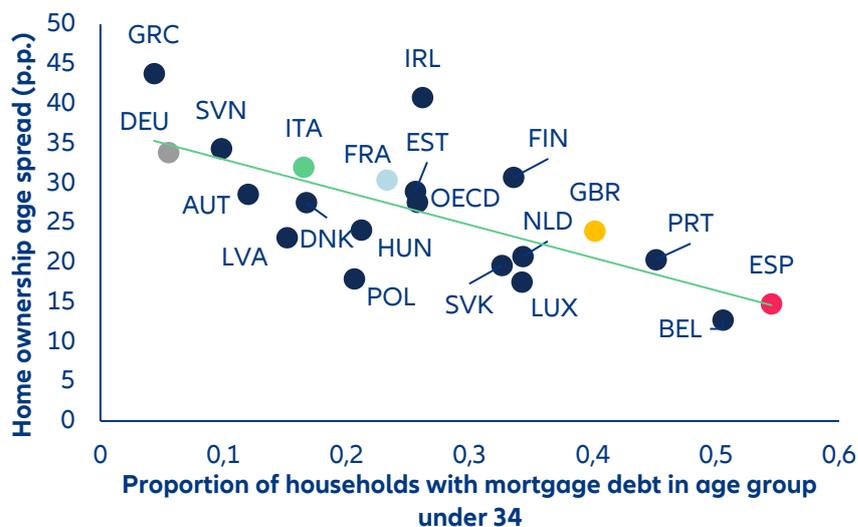
⁶ L'efficienza energetica porta anche a un aumento sproporzionato del valore degli immobili. Per esempio, [Taruttis and Weber \(2022\)](#) scoprono che circa il 98% dei futuri risparmi sui costi energetici si riflette già in un aumento del valore delle abitazioni in Germania..

Implicazioni politiche: sono necessari maggiori sforzi per ridurre la carenza di alloggi a prezzi accessibili ed efficienti dal punto di vista energetico

Come possono rispondere i responsabili politici per migliorare l'accessibilità economica delle case? Esistono diverse opzioni: (i) liberare più terreni per lo sviluppo, (ii) snellire i processi di approvazione per i permessi e la riorganizzazione delle zone, (iii) valutare incentivi per la costruzione di immobili in affitto, (iv) incoraggiare una maggiore innovazione nell'edilizia (compreso un maggiore uso di tecnologie edilizie e di misure di efficienza energetica), (v) aumentare l'offerta, anche di alloggi sociali e (vi) fornire l'accesso ai finanziamenti per i miglioramenti dell'efficienza energetica e per le ristrutturazioni per le famiglie vulnerabili (che traggono i maggiori benefici dai risparmi energetici, ma trovano i costi di investimento iniziali troppo elevati), compresi i "mutui verdi". Ciò include anche l'introduzione di un requisito di alloggi a prezzi accessibili in percentuale per i nuovi sviluppi che beneficiano del sostegno del settore pubblico tramite garanzie di credito e/o sovvenzioni.

Le politiche che migliorano le condizioni di prestito per le coorti più giovani si dimostreranno le più efficaci per aumentare le loro possibilità di acquisire immobili. Le famiglie più giovani sono relativamente più sensibili alle politiche che migliorano le condizioni di credito. La figura 13 illustra la correlazione negativa tra lo spread di età della proprietà della casa (cioè la differenza nei tassi di proprietà della casa tra la coorte più giovane e il resto della popolazione in punti percentuali) e la percentuale di giovani famiglie con debito ipotecario.

Figura 13. Importanza dell'accesso ai finanziamenti ipotecari per le giovani coorti



Fonti: OCSE, Allianz Research

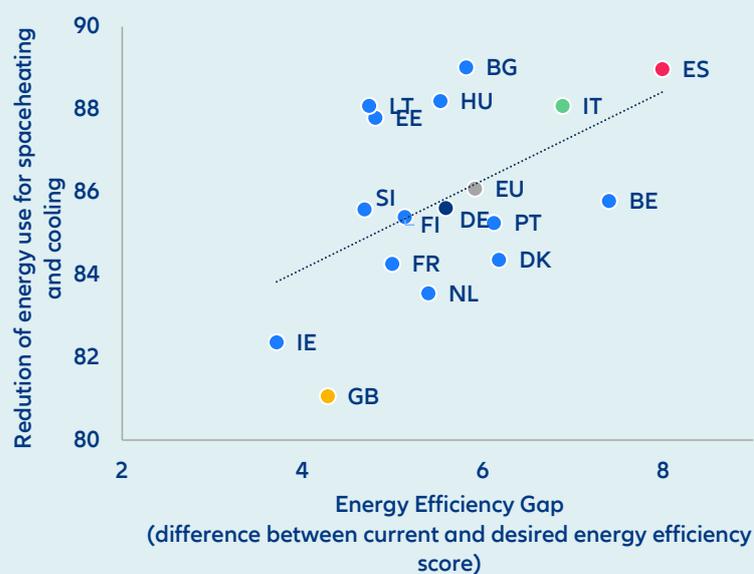
L'aumento dei miglioramenti nell'efficienza energetica dipenderà anche dal sostegno politico per le famiglie vulnerabili (si veda la sezione sopra). Mentre l'accessibilità economica delle misure di efficienza energetica è aumentata nel corso della durata dell'investimento, il calo del reddito disponibile reale ha aumentato i vincoli di bilancio delle famiglie, che non possono permettersi la spesa anticipata. Pertanto, è essenziale aumentare il sostegno del settore pubblico sotto forma di sovvenzioni o abbuoni di interessi (attraverso condizioni di credito più favorevoli, come quelle offerte dalle banche nazionali di sviluppo e da alcune banche sotto forma di "mutui verdi", cfr. riquadro1).

Tuttavia, le politiche dovrebbero resistere a stimolare ulteriormente la domanda, dati gli attuali squilibri tra domanda e offerta ed evitare di ricorrere a soluzioni a breve termine, come l'allentamento delle normative prudenziali per consentire alle famiglie di contrarre maggiori prestiti. Il programma per sovvenzionare l'acquisto di una casa deve essere attentamente progettato e rimanere di dimensioni limitate per ridurre al minimo i rischi per il settore finanziario.

Box 1. Considerazioni politiche per finanziare l'ondata di ristrutturazioni (verdi)

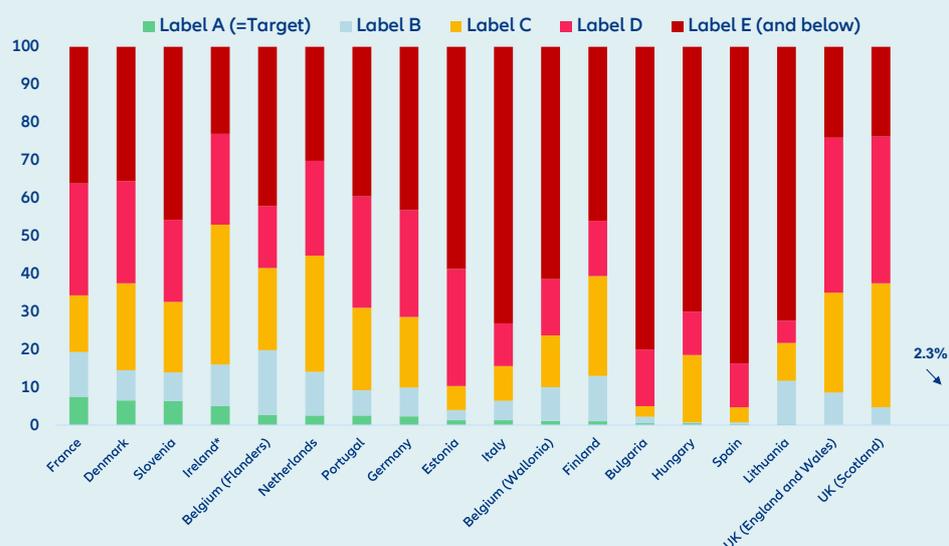
In questo riquadro, stimiamo come le mutate condizioni macroeconomiche abbiano influenzato la necessità di sostegno del settore pubblico per superare il disallineamento temporale nelle ristrutturazioni abitative volte a migliorare l'efficienza energetica degli edifici residenziali. La Corte stima che il miglioramento dell'efficienza energetica dell'attuale parco immobiliare dell'UE potrebbe ridurre il consumo di energia di circa l'85% (figura B.1), soprattutto in Italia e Spagna..

Figura B1. Famiglie dell'UE: potenziale riduzione del consumo di energia grazie all'ammodernamento (aggiornamento completo a EPC=A). (%)



Fonti: *Jobst and others (2020), Allianz Research.*

Figura B2. UE-28 (selezionato): Ripartizione del parco immobiliare per classe EPC (% delle abitazioni)



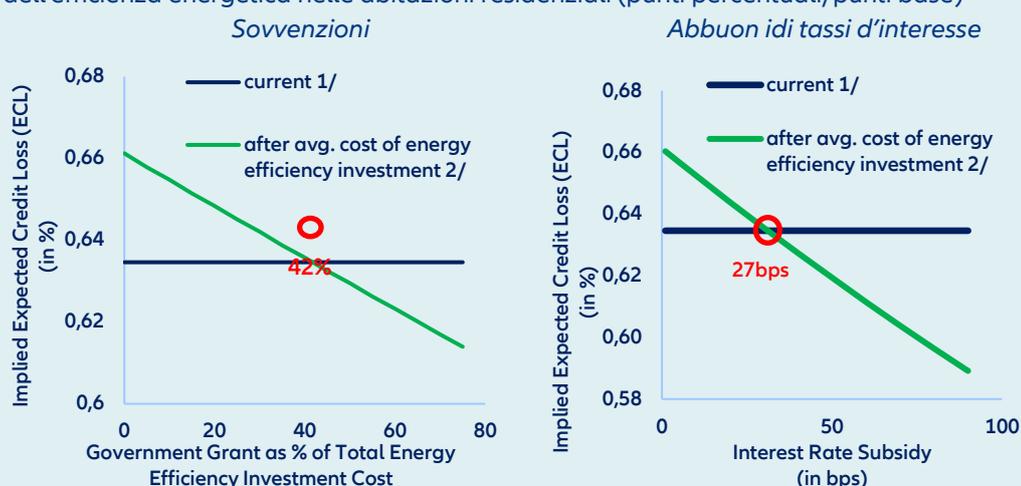
Fonti: BPIE, AEA, Eurostat (Osservatorio del patrimonio edilizio dell'UE), Jobst e altri (2020), Allianz Research. Nota: 1/ i paesi senza database centrale (ad esempio, Polonia) o con informazioni limitate (Repubblica ceca, Romania, Repubblica slovacca) non sono inclusi.

Sebbene gli investimenti per l'efficienza energetica si autofinanzino, sono anticipati e tendono a superare la capacità finanziaria della maggior parte delle famiglie. Pertanto, la domanda di miglioramenti dell'efficienza energetica è rimasta al di sotto dei livelli richiesti per allineare le riduzioni delle emissioni nel settore edilizio all'obiettivo generale di riduzione delle emissioni dell'UE. Ciò solleva la questione se gli strumenti finanziari esistenti (ad esempio, mutui, home equity/prestiti al consumo) possano affrontare questo fallimento del mercato e in che misura ciò abbia implicazioni per la stabilità finanziaria.

Analizziamo l'entità del sostegno finanziario pubblico necessario per neutralizzare l'impatto netto degli investimenti in efficienza energetica (ristrutturazione / retrofit e maggiore elettrificazione) mantenendo invariato il rischio di default delle famiglie dell'UE senza condizioni di arbitraggio.

Riteniamo che il sostegno politico debba essere aumentato con urgenza, specialmente nei paesi con un alto potenziale di riduzione dell'impronta di carbonio delle abitazioni (specialmente in Belgio, Italia e Spagna; vedi grafici sotto). Sulla base degli attuali dati delle indagini sulle famiglie, le famiglie richiederebbero in media sovvenzioni statali che coprano circa il 42% degli investimenti in efficienza energetica o una riduzione dell'onere dei tassi di interesse ipotecari di circa il 15% (cfr. grafici di seguito). Il lavoro futuro si concentrerà sul perfezionamento di queste stime in base alle caratteristiche distributive, concentrandosi sulle famiglie vulnerabili.

Figura B3. Scala ottimale di sovvenzioni e abbuoni di interessi per il miglioramento completo dell'efficienza energetica nelle abitazioni residenziali (punti percentuali/punti base)



Fonti: Eurostat, Gross e Jobst (di prossima pubblicazione), Allianz Research. Nota: 1/ per una famiglia europea media con reddito lordo annuo di 100.000 euro e un'ipoteca con LTV = 80% e tasso di interesse del 2% su 10 anni per un immobile valutato a 226 mila euro; 2/ Costo di investimento iniziale di 30.000 euro che genera un risparmio energetico di 3.000 euro all'anno.

Tassonomia dell'UE sulle attività sostenibili

La Commissione europea (CE) ha adottato una tassonomia della finanza sostenibile che determina ai fini dell'UE quali attività contribuiscono alla mitigazione o all'adattamento ai cambiamenti climatici e, in un recente emendamento, la CE ha ampliato significativamente i criteri della tassonomia per l'acquisizione e la proprietà degli edifici. I criteri attuali (e recentemente ampliati) includono finanziamenti garantiti da edifici pre-2021 che rientrano nel 15% superiore degli edifici efficienti dal punto di vista energetico nel paese o nella regione. Lo standard del 15% supporta la transizione energetica catturando i miglioramenti di un paese negli standard di efficienza energetica nel tempo e ora si allinea con lo standard Climate Bond Initiative accettato dal mercato. La bozza iniziale della CE richiedeva che gli edifici avessero un certificato di prestazione energetica (EPC) di "A", che in genere includeva meno del 10% delle proprietà in un paese e in alcuni paesi fino a un minimo dell'1%.

Allegato I. Diverse metodologie per valutare la potenziale correzione dei prezzi delle abitazioni

Modello macrofinanziario

Quadro dati panel con dati trimestrali dal 1990. Le variazioni (a/a) dei prezzi reali delle abitazioni sono regredite su diverse variabili, di cui finiamo per selezionare un sottocampione di esse: crescita del PIL reale, output gap, saldo fiscale e rendimenti a lungo termine (con effetti fissi per paese). I paesi inclusi nel campione sono solo economie avanzate che presentano una tendenza strutturale simile (ad esempio, dati demografici o stadio di sviluppo).

Per garantire la stazionarietà, le regressioni vengono eseguite utilizzando le prime differenze. Dopo diverse combinazioni delle quattro variabili precedentemente menzionate, e una volta dimostrata la coerenza dei segni, il saldo fiscale finisce per essere scartato. Sebbene in genere la disoccupazione sia utilizzata nei modelli immobiliari residenziali, la sua elevata correlazione con l'output gap e la sua rigidità dovuta allo stato sociale (vedi tasso di disoccupazione vs output gap nel secondo trimestre 2020), è stata sostituita dall'output gap. Viene utilizzata la resa a 10 anni.

Con movimenti della stessa entità nelle variabili esogene, il driver principale è l'output gap (maggiore è l'output gap, maggiore è l'aumento dei prezzi), seguito dai rendimenti a 10 anni (correlati negativamente) e dalla crescita del PIL reale (positivamente correlata)).

Il principale limite di questo approccio è l'uso di effetti fissi per paese con un set di dati così piccolo per gli standard dei dati del panel, fondamentalmente a causa del suo lasso di tempo relativamente breve. I mercati che hanno goduto di un mercato immobiliare più vivace negli ultimi 30 anni, come la Spagna, ottengono un effetto maggiore, mentre l'Italia e la Germania ottengono il minimo. Poiché l'entità dello shock nel nostro scenario di base non varia in modo significativo da un paese all'altro, gran parte della differenza nel risultato è spiegata dal fattore specifico per paese.

Modello dei prezzi delle abitazioni basato sul mercato: cosa ci dice la performance delle azioni immobiliari?

Questo modello si basa sulla relazione tra i rendimenti percepiti delle azioni immobiliari e l'apprezzamento percepito dei prezzi (nominali) delle abitazioni. L'ipotesi – che a lungo termine si dimostra vera – è che i cicli su entrambi convergano, vale a dire che man mano che l'investimento nel settore immobiliare diventa più interessante, le azioni correlate dovrebbero performare meglio. Normalmente funziona con un ritardo: i movimenti degli indici ufficiali dei prezzi delle case si verificano dopo che gli investitori hanno identificato un'opportunità di mercato in quelle società.

Per stimare la correzione del 2023, assumiamo che, entro la fine del 2023, l'apprezzamento percepito dei prezzi nominali delle abitazioni coinciderà con quello atteso da un'equazione a variabile singola basata sul rendimento percepito delle azioni legate al settore immobiliare. Potrebbe essere interpretato così come la "distanza dal valore equo", ma con l'avvertenza che le dimensioni contano nel calcolo dei rendimenti percepiti: vale a dire se fississimo il punto di convergenza entro la fine del 2024, la correzione accumulata sarebbe maggiore, ma la correzione nel 2023 più piccola. Allo stesso modo, per una convergenza più rapida avremmo bisogno di un calo più marcato nei primi trimestri del 2023.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade is the trademark used to designate a range of services provided by Euler Hermes.