



© STOCK - PHOTOBUY

Il dividendo dell'euro e l'investimento immobiliare

Con l'introduzione dell'euro sono scesi gli spread e saliti i prezzi delle case. Ma questi sviluppi non si possono attribuire solo alla nuova moneta

di Francesco Daveri

Con il primo gennaio 2017 l'euro è diventato maggiorenne. Sono cioè passati esattamente diciotto anni da quel primo giorno del 1999 nel quale le transazioni sui mercati finanziari cominciarono a essere regolate nella nuova valuta. Se fosse un cittadino italiano, l'euro avrebbe diritto a un bonus cultura di 500 euro. Trattandosi di una moneta non ha diritto al bonus, anzi. A sentire tanti suoi detrattori un malus

sarebbe più appropriato. A una valuta che rappresenta un esperimento storico senza precedenti non si può però negare almeno una valutazione delle sue implicazioni, concentrando l'attenzione sulle variabili più direttamente connesse alla sua adozione come unità di conto e riserva di valore.

I difensori del progetto della comune valuta europea sostengono che una buona parte del cosiddetto dividendo della nuova moneta sia arrivato dalla riduzione dei tas-

si di interesse, fenomeno osservato soprattutto nei paesi periferici (tra cui l'Italia) che erano arrivati all'appuntamento con la moneta unica dopo decenni di inflazione e tassi di interesse molto superiori alla media europea. I critici dell'euro affermano che proprio l'eccessiva e troppo rapida discesa dei tassi di interesse indotta dall'adozione della moneta unica sia all'origine dell'incremento senza precedenti osservato sul mercato immobiliare. Proprio questo boom avrebbe causato o almeno

reso molto più costoso lo «sboom» successivo al fallimento di Lehman Brothers.

In ciò che segue provo a riassumere i fatti nella speranza di chiarire il fondamento delle polemiche. Descrivo l'andamento dei tassi di interesse e del mercato immobiliare in quattro grandi paesi dell'Eurozona: due periferici come l'Italia e la Spagna e due appartenenti al nocciolo duro dell'Eurozona come Germania e Olanda. Sarà anche utile tenere come riferimento l'andamento delle stesse variabili negli Stati Uniti, che possono esse-

re presi come rappresentativi delle condizioni prevalenti nell'economia mondiale.

Parlando di tassi, ce n'è uno più frequentemente scelto come punto di riferimento per i mercati finanziari: è il tasso di interesse a lunga scadenza (dieci anni) sui titoli del debito pubblico dei vari paesi. Pensando però alla valenza del livello e delle variazioni dei tassi per famiglie e imprese, il tasso di interesse rilevante è quello al netto dell'inflazione, il cosiddetto «tasso di interesse reale». Il tasso di interesse reale misura il costo del credito per

chi si deve indebitare. Può essere un'azienda che emette un'obbligazione per finanziare un progetto di investimento o una famiglia che accende un mutuo per acquistare una casa. Visto dal lato di chi risparmia, tuttavia, il tasso di interesse reale è la remunerazione della rinuncia a consumare oggi per consumare

cato immobiliare, che si ritiene essere fortemente correlato con quello dei tassi di interesse.

1995-99: verso l'euro

L'euro è stato usato come valuta a partire dal 1999. Ma, se l'obiettivo è quello di valutare le conseguenze dell'adozione della moneta unica nei paesi aderenti all'Eurozona, vale la pena di far partire l'analisi qualche anno prima del 1999, ovvero quando i paesi hanno cominciato a prepararsi per la moneta unica, attuando politiche di contenimento del disavanzo pubblico in modo

da rispettare il parametro del 3 per cento per il deficit pubblico fissato nel Trattato di Maastricht.

Nella Tabella 1 sono riassunti i dati sull'evoluzione del tasso di interesse reale e del mercato immobiliare per Italia, Spagna, Germania, Olanda e Stati Uniti tra il 1995 e il 1999. La tabella mostra che la riduzione dei tassi osservata in Europa è un fenomeno solo europeo dato che nel periodo in questione i tassi USA scendono solo marginalmente. Tale riduzione dei tassi non ha però uno stretto corrispettivo nell'andamento del mercato immobiliare. All'in-



tabella 1 | tassi e mercato immobiliare in Europa e Stati Uniti (1995-99)

	Tasso di interesse reale			Prezzi delle case	Prezzi delle case al netto dell'inflazione
	1995	1999	$\Delta(1995-99)$	$\Delta(1995-99)$	$\Delta(1995-99)$
Italia	6,1	2,9	-3,2	-0,6	-9,9
Spagna	6,4	2,6	-3,8	+19,9	+9,3
Germania	5,6	4,1	-1,5	-3,9	-6,8
Olanda	4,8	3,1	-1,7	+59,9	+47,8
Stati Uniti	4,5	4,2	-0,3	+17,8	+10,9

fonte: OECD Economic Outlook database, novembre 2016

terno dell'Eurozona, i tassi scendono ovunque. Più marcatamente nei paesi periferici. Tra quelli riportati nella Tabella 1, Italia e Spagna fanno segnare una riduzione dei tassi rispettivamente di 3,2 e 3,8 punti percentuali. In Italia il calo del tasso di interesse reale è a sua volta il risultato di una stupefacente – per entità e rapidità – riduzione di 7,5 punti del tasso nominale dal 12,2 per cento del 1995 al 4,7 per cento, solo parzialmente controbilanciata dal calo dell'inflazione di 4,2 punti percentuali (dal 6,1 all'1,9 per cento). I tassi reali scendono invece in misura più limitata nei paesi *core* (Germania e Olanda), che peraltro partivano da livelli più bassi. In conseguenza di questi andamenti si registra un processo di convergenza nei tassi all'interno dei paesi dell'Area euro.

Malgrado i segni di efficacia del processo di avvio della moneta unica, quando si guarda al mercato immobiliare non c'è evidenza di una forte correlazione tra calo dei tassi e crescita dei prezzi delle case. L'Olanda – che vede scendere limitatamente i suoi tassi reali – sperimenta un boom immobiliare (+59,9 a prezzi correnti e + 47,8 al netto dell'inflazione) ben maggiore di quello della Spagna, dove i tassi sono scesi in modo ben più marcato. In Italia scendono i tassi ma il mercato immobiliare si muove in ter-

ritorio negativo. Negli USA i tassi scendono poco ma il mercato immobiliare cresce più o meno del 10 per cento, in linea con quanto avviene nella Spagna che registra una riduzione dei tassi vicina ai quattro punti percentuali.

1999-2008: la luna di miele dell'euro

Con il 1999 comincia l'avventura: l'euro diventa la valuta usata per regolare le transazioni sui mercati finanziari. La Tabella 2 documentata cosa succede ai tassi e al mercato immobiliare tra il 1999 e il 2008, cioè nel periodo che può essere definito come la luna di miele dell'euro. I tassi di interesse reali a lunga proseguono la loro discesa in tutti i paesi. A differenza che nel 1995-99, tuttavia, nel 1999-2008 la discesa dei tassi nell'Eurozona è nettamente più contenuta di quella che si osserva negli Stati Uniti. La ragione è semplice. Come documentato nella Tabella 1, nell'Eurozona la parte più corposa della riduzione dei tassi è avvenuta prima del 1999. L'ulteriore riduzione dei tassi reali di questo periodo è infatti unicamente da ascrivere all'aumento dell'inflazione alimentato dalla rapida crescita dei prezzi del petrolio nel 2007-08. Se accelera l'inflazione a parità di tassi nominali, i tassi reali scendono (e diventa più convenien-

te indebitarsi). Anche in America il costo del greggio fa salire l'inflazione e incide negativamente sul tasso di interesse reale. Ma a far scendere i tassi reali oltre l'Atlantico c'è anche la diminuzione di due punti dei tassi nominali, che passano dal 5,6 del 1999 al 3,7 per cento del 2008.

Cosa succede in parallelo ai prezzi sul mercato immobiliare? In poche parole, il boom degli anni precedenti si consolida in Spagna, Olanda e USA, dove i prezzi salgono rispettivamente, al netto dell'inflazione, del 103,2, del 41,1 e del 25,8 per cento. In più, il boom si estende anche all'Italia dove l'aumento dei prezzi delle case si spinge oltre il 90 per cento (il 50 per cento al netto dell'inflazione). La Germania rimane invece, come già nel 1995-99, ancora immune da sviluppi positivi dei prezzi immobiliari (che anzi continuano a scendere come in passato). Ancora una volta, tuttavia, la correlazione tra riduzione dei tassi e variazione nel prezzo delle case è labile: i paesi dove il mercato immobiliare decolla maggiormente (Italia, Spagna e Olanda) vedono una riduzione dei tassi più contenuta di quella osservata negli Stati Uniti. A parità di calo dei tassi reali (-1,8 per cento), il mercato immobiliare fa segnare un +103,2 per cento in Spagna e un -13,7 per cento in Germania.

tabella 2 | tassi e mercato immobiliare in Europa e Stati Uniti (1999-2008)

	Tasso di interesse reale			Prezzi delle case	Prezzi delle case al netto dell'inflazione
	1999	2008	Δ(1999-2008)	Δ(1999-2008)	Δ(1999-2008)
Italia	2,9	1,6	-1,3	+90,5	+49,9
Spagna	2,6	0,8	-1,8	+175,4	+103,2
Germania	4,1	2,3	-1,8	-2,2	-13,7
Olanda	3,1	2,1	-1,0	+75,3	+41,1
Stati Uniti	4,2	0,6	-3,6	+55,1	+25,8

fonte: OECD Economic Outlook database, novembre 2016

tabella 3 | tassi e mercato immobiliare in Europa e Stati Uniti (2008-15)

	Tasso di interesse reale			Prezzi delle case	Prezzi delle case al netto dell'inflazione
	2008	2015	$\Delta(2008-15)$	$\Delta(2008-15)$	$\Delta(2008-15)$
Italia	1,6	1,7	+0,1	-18,1	-24,3
Spagna	0,8	1,9	+1,1	-31,8	-36,3
Germania	2,3	-0,1	-2,4	+35,9	+26,0
Olanda	2,1	0,7	-1,4	-15,7	-21,1
Stati Uniti	0,6	1,8	+1,2	+7,9	-1,5

fonte: OECD Economic Outlook database, novembre 2016

2008-15: la crisi e l'euro nella tempesta

Con il fallimento di Lehman Brothers, finisce la luna di miele nell'Eurozona. I mercati si rendono conto che debiti denominati nella stessa valuta ma emessi da differenti governi sovrani portano con sé rischi specifici. Il riconoscimento di questo dato di fatto si riflette nel costo del debito per i vari governi. Dopo il 2008 tornano così a salire gli spread tra i paesi periferici e i paesi *core* dell'Eurozona (come anche verso gli Stati Uniti). Ma poi interviene, a più riprese e anche con massicci acquisti di titoli sul mercato, la BCE, e i tassi si stabilizzano. Nella Tabella 3, si osserva l'interruzione della riduzione dei tassi per Italia e Spagna, mentre il calo prosegue per Olanda e, soprattutto, Germania, il cui Bund a dieci anni beneficia del fatto di essere percepito come un'attività rifugio dagli investitori. Sul mercato immobiliare si manifestano le conseguenze dello «sboom» in Spagna, Italia e Olanda. Colpisce il boom tardivo del mercato immobiliare te-

desco (+26 per cento in termini reali), ancora una volta – come già negli anni precedenti – in controtendenza rispetto agli altri paesi. Nel complesso, si conferma tenue la correlazione tra variazione dei tassi e variazione nei prezzi delle case.

E quindi...

I dati relativi a quattro grandi paesi dell'Eurozona e agli USA mostrano che l'adozione dell'euro ha portato a una convergenza dei tassi di interesse all'interno dell'Eurozona, in un quadro di riduzione generalizzata degli stessi. Tale processo è avvenuto soprattutto prima dell'inizio dell'unione monetaria. Gli andamenti dei tassi appaiono tuttavia solo debolmente ed episodicamente correlati con l'andamento dei prezzi delle case. Ciò non esclude di per sé che l'adozione dell'euro possa essere associata prima al boom e poi allo «sboom» osservato nei mercati immobiliari. I dati ci dicono tuttavia che il canale attraverso cui questo legame opera non è quello delle variazioni dei tassi di interesse. Infine, vale la pena di ricordare che, al net-

to delle oscillazioni di mercato, nel 2015 in tutti e cinque i paesi considerati i prezzi delle case erano più elevati che nel 1995. Ciò è avvenuto in misura molto contenuta in Italia e in Germania (tolta l'inflazione, rimane rispettivamente un incremento del 2,2 e dell'1,4 per cento). In Spagna, Stati Uniti e Olanda l'aumento dei valori immobiliari in termini reali è stato invece percentualmente molto più sostanzioso: +37,4 in America, +41,4 in Spagna e addirittura +64,4 in Olanda. Se l'euro ha finora avuto un dividendo tangibile, è stato quindi quello di rendere più ricchi i possessori di case. Rimane il fatto che associare gli andamenti del mercato immobiliare unicamente all'evoluzione del costo reale del credito (e quindi al potenziale effetto dell'euro) isola solo un aspetto, per quanto importante, delle tante determinanti economiche, finanziarie e regolatorie del mercato immobiliare. ■

Esplora **e&m** PLUS su
www.economiaemanagement.it



Francesco Daveri

è professore di Politica Economica presso l'Università Cattolica di Piacenza e docente di Macroeconomics nel programma MBA della SDA Bocconi. È stato consulente per il Ministero dell'Economia, la Commissione Europea e la World Bank. È membro della redazione di *lavoce.info* ed editorialista del *Corriere della Sera*.
francesco.daveri@unicatt.it