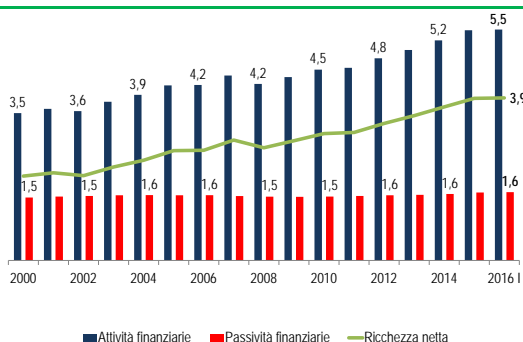
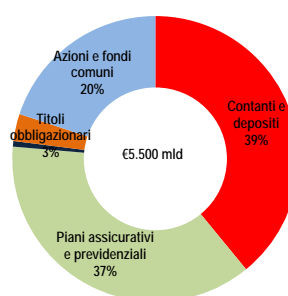


Germania: attività e passività finanziarie delle famiglie (triloni)



Germania: attività finanziarie delle famiglie (composizione %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Deutsche Bundesbank

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Deutsche Bundesbank

La **Germania** è tra i paesi europei che hanno attraversato la Grande Recessione con limitate ripercussioni negative. Quest'anno la crescita economica dovrebbe attestarsi ancora intorno all'1,5% grazie a una domanda interna sostenuta dall'incremento della spesa pubblica e dei consumi privati.

Il favorevole contesto macroeconomico ha facilitato anche il miglioramento dei **bilanci delle famiglie tedesche**: nel I trimestre di quest'anno le attività finanziarie hanno superato i 5.500 mld (+2,1% a/a) e le passività, pur in aumento del 2,5% (a 1.628 mld), continuano a ridursi sia rispetto al Pil (54% nel 2015, 68% dieci anni prima) sia al reddito disponibile (82% nel 2015, 98% nel 2005). La composizione della ricchezza finanziaria rimane orientata prevalentemente verso le attività *risk-free* consolidando una tendenza che neanche il basso livello dei rendimenti ha per ora modificato. Sulle scelte di investimento delle famiglie sembrano infatti prevalere il reddito, la ricchezza, i fattori demografici e una consolidata scarsa propensione al rischio.

Grazie ad un mercato degli affitti conveniente e ben funzionante, la **quota di famiglie gravata da prestiti ipotecari** è finora rimasta limitata al 17%. Tuttavia prezzi delle abitazioni in aumento e incremento delle nuove erogazioni di mutui lasciano prevedere un rialzo di tale livello. Nel 2015 sono state completate 247.700 abitazioni ma si stima che per soddisfare la domanda ne sarebbero necessarie 500mila l'anno.

Famiglie tedesche: crescerà lo spazio del mattone nelle scelte di investimento?

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

La Germania è tra i paesi europei che hanno attraversato la Grande Recessione con limitate ripercussioni negative (tassi di crescita sempre positivi ad eccezione che nel 2009). Negli ultimi anni la dinamica del Pil si è posizionata intorno all'1,5% a/a, tendenza che dovrebbe proseguire anche nel 2016 grazie a un incremento della spesa pubblica (politiche di accoglienza per i rifugiati) e ai consumi privati, favoriti da redditi in crescita e disoccupazione ai minimi.

Il contesto macroeconomico ha facilitato anche il miglioramento dei bilanci delle famiglie tedesche: nel I trimestre di quest'anno le attività finanziarie hanno superato i 5.500 mld (+2,1% a/a); le passività, in aumento del 2,5% (a 1.628 mld), continuano a ridursi sia rispetto al Pil (54% nel 2015, 68% dieci anni prima) sia al reddito disponibile (82% nel 2015, 98% nel 2005). Il portafoglio finanziario risulta storicamente poco diversificato: nel I trimestre 2016 il 39% era allocato in depositi, il 37% in piani assicurativi e previdenziali mentre all'investimento azionario era riservato un quinto delle risorse risparmiate. Il basso rendimento (se non negativo) delle attività liquide non sembra influire sulla scelta degli asset su cui inciderebbero invece soprattutto reddito disponibile, ricchezza, fattori demografici e una consolidata avversione al rischio.

La ricchezza netta si conferma particolarmente concentrata: quasi il 60% è nelle mani del 10% delle famiglie più abbienti e tre quarti circa delle famiglie si posiziona al di sotto dell'ammontare medio netto (€14mila). Immobili e titoli azionari sono posseduti in prevalenza dalle famiglie più ricche i cui patrimoni sono attualmente favoriti dall'aumento dei prezzi delle abitazioni e dalla tenuta di quello dei mercati azionari. L'indebitamento è limitato al 45% dei nuclei familiari ma solo il 17% ha debiti ipotecari, quota che riflette la contenuta frequenza di famiglie proprietarie dell'immobile di residenza (44%). L'accelerazione delle erogazioni di mutui e delle quotazioni immobiliari lasciano ipotizzare che questi livelli potrebbero aumentare nel prossimo futuro.

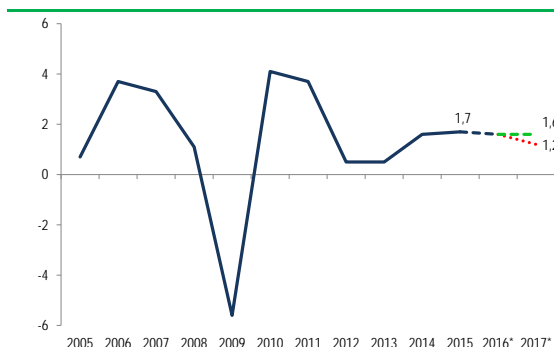
Un contesto macroeconomico favorevole

Tra i pochi paesi dell'area euro ad aver registrato tassi di crescita quasi sempre positivi (tranne che nel 2009) durante gli anni della Grande Recessione, la Germania registra una leggera limatura dell'espansione dell'attività economica nelle più recenti previsioni, ipotesi confortata dal rallentamento rilevato nel secondo trimestre di quest'anno (+0,4% t/t, 0,7% t/t nel I trim.). Dopo un aumento del Pil dell'1,7% nel 2015, le stime delle principali istituzioni sovranazionali concordano per un incremento dell'1,6% nel 2016, dinamica ribadita anche per il 2017 dalla Commissione europea mentre il Fondo monetario internazionale, nell'aggiornamento di luglio, ridimensiona l'intensità della crescita (-0,4 p.p. rispetto alla previsione di aprile), limitandola a +1,2%. Principale driver dell'attività economica è prevista ancora rimanere la domanda interna, grazie a consumi pubblici e privati in accelerazione: dopo il +2,4% e il +1,9% rispettivamente nel 2015, si dovrebbe registrare un ulteriore rafforzamento nel 2016 (+3% circa per i consumi pubblici e +2% per quelli privati). Pressoché nullo, invece, l'apporto delle esportazioni nette che, dopo essere stato solo marginale lo scorso anno (0,2%), dovrebbe diventare negativo nel biennio corrente (-0,6% quest'anno e -0,2% il prossimo).



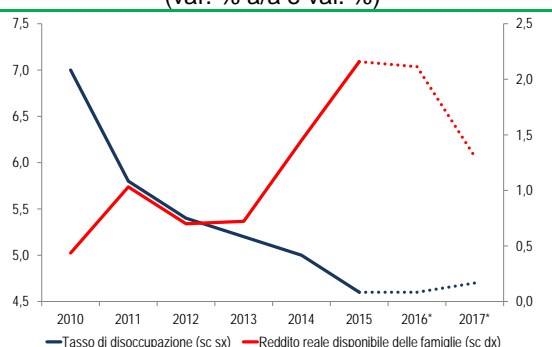
Sull'andamento della spesa pubblica dovrebbero influire le politiche di accoglienza ai rifugiati, mentre la dinamica dei consumi privati beneficia di un tasso di disoccupazione che non ha eguali nell'euro zona (solo 4,2% a giugno) e di una crescita stabile e continua del reddito reale disponibile (+2,2% nel 2015), trend che dovrebbero risultare confermati anche nel 2016.

Germania: andamento del Pil
(var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat, Commissione europea, Fmi

Reddito reale delle famiglie e tasso di disoccupazione
(var. % a/a e val. %)

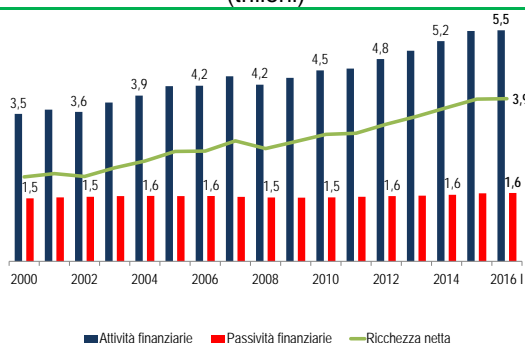


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Commissione europea

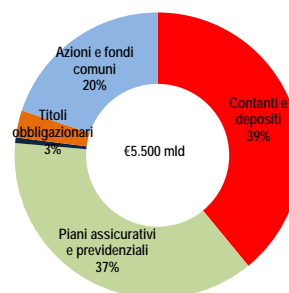
Una ricchezza finanziaria in aumento ma poco diversificata, ferme le passività

In questo panorama nel complesso favorevole non sorprende che la ricchezza finanziaria delle famiglie tedesche abbia seguito un andamento quasi sempre crescente (salvo alcuni trimestri tra il 2008 e il 2009), fino a superare la soglia dei 5.500 mld di euro a marzo di quest'anno (+2,1%), incrementandosi di circa 1.400 mld rispetto a dieci anni prima. L'aggregato ha beneficiato esclusivamente dell'aumento della parte liquida delle attività (+3,8% a/a) e di quanto destinato a piani assicurativi e previdenziali (+4,3% a/a) che nell'insieme rappresentano oltre tre quarti del portafoglio finanziario delle famiglie (con quote del 39% e del 37% rispettivamente); in flessione invece sono risultate tutte le altre voci costituite in prevalenza da titoli azionari e quote di fondi di investimento (-2,5%).

Germania: attività e passività finanziarie delle famiglie
(triloni)



Germania: attività finanziarie delle famiglie
(composizione %)

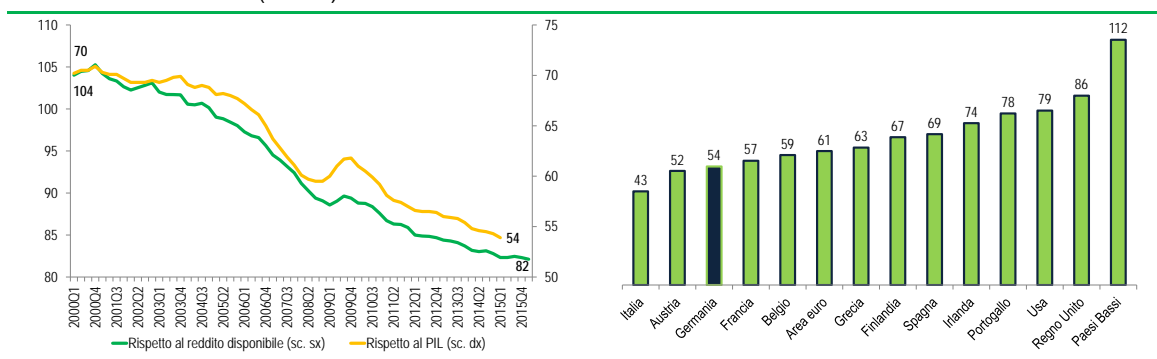


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Deutsche Bundesbank

Per quanto riguarda le passività, emerge una relativa stabilità dell'aggregato considerando che l'ammontare è posizionato intorno ai 1.500-1.600 mld dall'inizio del millennio (con una flessione nel triennio 2007-2010). La moderata accelerazione che ha caratterizzato gli ultimi anni non è andata oltre il +2,5% registrato nel I trimestre di quest'anno; gli attuali €1.628 mld di passività sono superiori di soli 170 mld a quelle di inizio anni 2000. In effetti le famiglie tedesche risultano avere un livello di indebitamento molto contenuto nel confronto internazionale: rispetto al Pil le passività delle famiglie tedesche nel 2015 ammontano al 54% (erano il 68% dieci anni prima) contro il 77% degli statunitensi e il 61% dei residenti nell'eurozona ma superiore al 43% del dato italiano. Le passività risultano pari all'82% del reddito disponibile, 15 p.p. in meno del 2005.

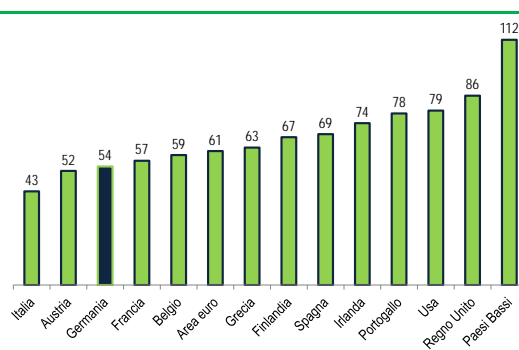
Germania: tasso di indebitamento delle famiglie

(val. %)



Debiti delle famiglie

(val. %; passività rispetto al Pil nel 2015)



Fonte: Servizio Studi BNL su Deutsche Bundesbank e Bce

Fonte: Servizio Studi BNL su Banca d'Italia

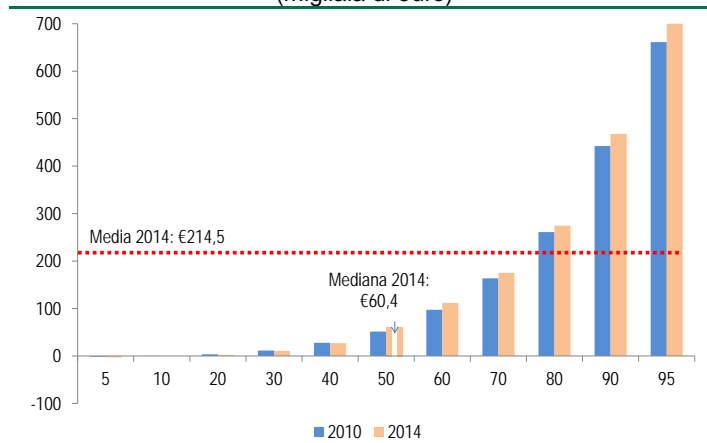
Alcune evidenze dall'indagine sulla ricchezza delle famiglie

Al di là dell'andamento complessivo dei macro aggregati, interessanti spunti di riflessione emergono dalla seconda indagine campionaria realizzata dalla Bundesbank sui bilanci delle famiglie¹. Dal confronto con i risultati della prima *survey*, condotta nel 2010, emerge una sostanziale stabilità nella composizione e nella distribuzione della ricchezza, che appare piuttosto concentrata. In effetti nel 2014 il 10% più ricco della popolazione deteneva il 59,8% della ricchezza totale netta (46,6% in Italia nel 2012) quota decisamente poco diversa rispetto a quattro anni prima (59,2%). Ogni famiglia tedesca può contare in media su una ricchezza netta pari a €214.500 ma la maggior parte dei nuclei (circa tre quarti) si trova al di sotto di questa soglia; in tal modo il valore mediano risulta molto più basso: €60.400. Molteplici gli indicatori che confermano la disparità della distribuzione delle risorse: l'indice di concentrazione della ricchezza netta è al 76% un valore particolarmente elevato nel confronto internazionale (in Italia è al 61%) con le disponibilità delle famiglie più abbienti (€468mila) ben otto volte superiori al valore mediano. Nei quattro anni intercorsi tra le due indagini (2010-14) l'incremento della ricchezza netta media è stato, nel complesso, del 5% (€11.000) ma ben più favorevole è però risultata la dinamica per i proprietari di abitazioni e per i detentori di titoli, per la metà dei quali si sono registrati aumenti pari rispettivamente a

¹ Deutsche Bundesbank, Household wealth and finances in Germany: results of the 2014 survey, Monthly Report, marzo 2016.

€33.500 e a €38.000. Di queste rivalutazioni hanno beneficiato soprattutto le classi di ricchezza più elevate che detengono tali attività in misura maggiore rispetto a quelle meno abbienti.

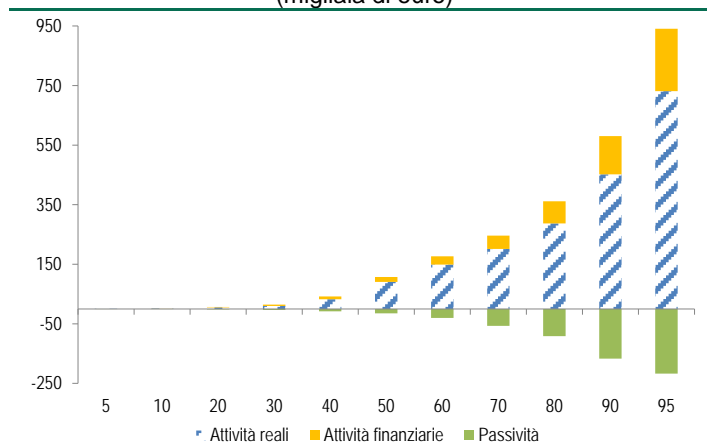
Germania: distribuzione della ricchezza netta delle famiglie per quintili (migliaia di euro)



Fonte: Deutsche Bundesbank

Più che in altri paesi, in Germania la proprietà immobiliare risulta essere un indicatore di benessere: in generale solo il 44% delle famiglie vive in una casa di proprietà ma nelle fasce più elevate tale percentuale sale oltre l'80. Il valore medio dell'abitazione è di €231.400 ma arriva a sfiorare i €514mila per il 10% delle famiglie più ricche. Interessante notare che tra le famiglie che hanno partecipato ad entrambe le indagini si registra un incremento consistente (+7 p.p.) della quota di quelle proprietarie dell'abitazione principale nelle fasce di ricchezza più basse pur in assenza di accensione di prestiti ipotecari. Il fenomeno sembra indicare l'aumento di trasferimenti per eredità e/o donazioni tra generazioni in un paese caratterizzato da un evidente invecchiamento della popolazione.

Germania: attività e passività delle famiglie per classi di ricchezza (migliaia di euro)

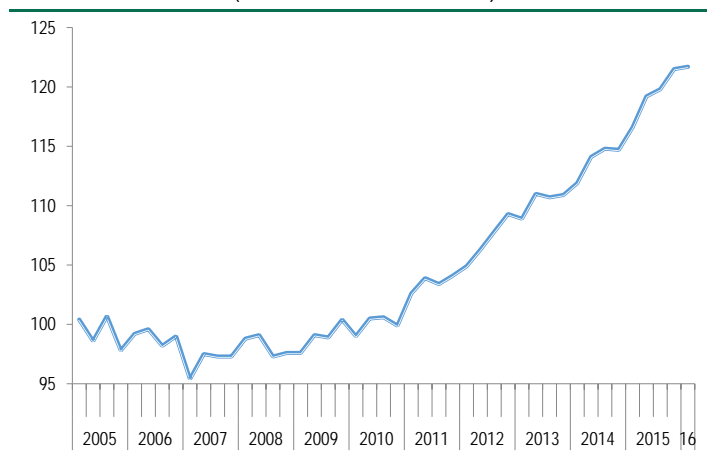


Fonte: Servizio Studi BNL su Deutsche Bundesbank

Malgrado un mercato degli affitti conveniente e ben funzionante abbia caratterizzato la Germania dal dopoguerra, negli anni più recenti una domanda maggiore dell'offerta ha determinato un robusto rialzo dei prezzi delle abitazioni. Dopo anni in cui le quotazioni immobiliari erano pressoché ferme, se non in flessione, dal 2011 si è avviato un trend stabilmente crescente (+5,9% nel 2015; +4,4% nel I trim. 2016), che non sembra destinato ad esaurirsi nel breve periodo. Nel 2015 sono state completate 247.700 abitazioni ma si stima che per soddisfare la crescente domanda ne sarebbero necessarie almeno 500mila l'anno, all'incirca quante se ne costruivano negli anni della ricostruzione.

Germania: prezzi delle abitazioni

(numeri indici 2010=100)



Fonte: Servizio Studi BNL su BIS

Rispetto alla relativa concentrazione della proprietà immobiliare, le attività finanziarie risultano pressoché universalmente diffuse: quasi tutti sono titolari di un deposito sotto forma di conto corrente (99%) o di libretto di risparmio (72%) mentre quasi la metà delle famiglie (46%) ha un piano pensionistico privato. Poco diffuso, in generale, l'investimento azionario (10%) e la sottoscrizione di fondi comuni (13%) salvo che per le famiglie più ricche dove la quota si attesta oltre il 30%. L'indagine a livello micro della Bundesbank conferma quindi un portafoglio sbilanciato soprattutto verso i prodotti *risk-free*, tendenza che neanche il basso livello dei rendimenti ha per ora modificato. Come sottolineato recentemente dalla Bundesbank² la scelta di allocare le proprie risorse preferibilmente nei depositi continuerà ad essere guidata dall'andamento del reddito disponibile, dalla ricchezza, da fattori demografici e dalla persistente (scarsa) propensione al rischio.

Rimane contenuto il livello delle passività

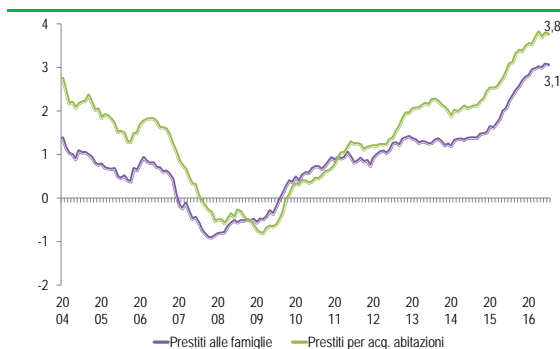
La prudenza delle famiglie tedesche non riguarda però solo gli investimenti ma anche l'assunzione di rischi, come dimostra il basso livello di indebitamento. Come già messo in luce dai conti finanziari, anche le informazioni desunte dalle indagini campionarie evidenziano un'agevole sostenibilità del debito in quasi tutte le fasce di ricchezza: meno del 10% dei nuclei familiari indebitati ha un livello di passività superiore al 50%

² Deutsche Bundesbank, *German households' saving and investment behaviour in light of the low-interest-rate environment*, Monthly Report, ottobre 2015.

delle proprie entrate mentre per circa il 60% delle famiglie l'indebitamento è limitato ad un quinto del reddito disponibile. La contenuta frequenza di famiglie proprietarie di immobili giustifica la limitata quota di quelle gravate da un prestito ipotecario (17% per un ammontare medio di poco meno di €100mila). Per la stessa ragione anche la dinamica del credito ipotecario è sempre rimasta piuttosto contenuta (al di sotto del 4%). Tuttavia, secondo recenti analisi³ avvalorate dalla robusta accelerazione delle nuove erogazioni degli ultimi mesi, lo stock potrebbe crescere rapidamente nel prossimo futuro considerata la crescente domanda di abitazioni.

Germania: prestiti alle famiglie

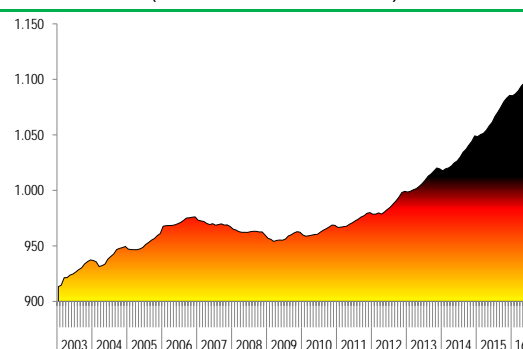
(var. % a/a)



Fonte: Servizio Studi BNL su Bce

Germania: prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazione

(consistenze in miliardi)



Fonte: Servizio Studi BNL su Bce

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

³ Deutsche Bank, *More rapid growth in the volume of mortgage lending in the coming years rising macro-prudential risks*, Current Issues, 27 luglio 2016.