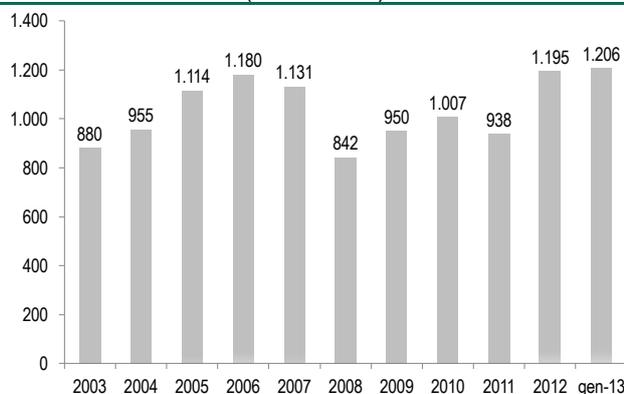


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

L'industria del risparmio gestito in Italia

(mld. di euro)



Fonte: Assogestioni

L'industria italiana del **risparmio gestito** ha iniziato il 2013 in modo positivo. Nel mese di gennaio il patrimonio ha superato i 1.200 mld di euro, nuovo massimo storico, e la raccolta netta è stata positiva per 6,6 mld di euro. Si conferma il trend di crescita del patrimonio che aveva chiuso il 2012 con un incremento del 27,5% rispetto all'anno precedente pur con una raccolta netta negativa per 11,8 mld di euro. Positive le performance dei fondi comuni e i risultati di gestione nel 2012. I fondi di diritto italiano nel 2012 hanno superato il benchmark di riferimento nel 43% circa dei casi, una quota molto più elevata rispetto a quanto fatto registrare mediamente nell'ultimo decennio.

Nel 2012 il **Pil dei Paesi Bassi** è diminuito per la seconda volta negli ultimi quattro anni (-0,9%). La previsione per l'anno in corso rimane ancora negativa a causa del perdurare della debolezza della domanda interna con investimenti e consumi privati entrambi in calo. Sulla spesa delle famiglie olandesi pesa, oltre alla diminuzione dei redditi e a un tasso di disoccupazione in crescita, l'elevato indebitamento che dal 2010 è stabile intorno al 250% del reddito disponibile, il livello più elevato tra i paesi dell'area euro. Sta venendo meno anche l'effetto ricchezza dovuto all'apprezzamento degli immobili di proprietà: nell'ultimo trimestre dello scorso anno l'indice segnava una diminuzione del 16% rispetto al picco di quattro anni prima e le previsioni non indicano a breve una ripresa delle quotazioni.

08

1 marzo
2013

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca per un mondo che cambia



Il risparmio gestito in Italia: patrimonio in rilancio

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

L'industria italiana del risparmio ha iniziato il 2013 in modo positivo. Nel mese di gennaio il patrimonio gestito ha superato i 1.200 mld di euro, nuovo massimo storico per l'industria italiana, e la raccolta netta è stata positiva per 6,6 mld di euro. Si conferma il trend di crescita del patrimonio, che aveva chiuso il 2012 a 1.195 mld di euro, con un incremento del 27,5% rispetto all'anno precedente, mentre torna positiva la raccolta netta che nell'intero 2012 aveva perso 11,8 mld di euro.

La composizione del patrimonio gestito evidenzia una prevalenza delle gestioni di portafoglio (GPF, GPM, gestioni previdenziali e gestioni di prodotti assicurativi) che detengono una quota pari al 56% a fronte del 44% di patrimonio riferibile ai fondi comuni (aperti e chiusi).

Il comparto dei fondi di investimento aperti operanti sul mercato italiano presenta un patrimonio gestito pari a circa 481 miliardi di euro, in aumento del 15,3% rispetto al valore di fine 2011. La crescita deriva quasi esclusivamente dalla rivalutazione del patrimonio, dal momento che la raccolta netta, seppure positiva, ha evidenziato nel 2012 un saldo piuttosto contenuto (1,2 mld di euro).

L'armonizzazione della normativa fiscale tra le due categorie non ha fermato il deflusso dai fondi di diritto italiani verso quelli di diritto estero. I primi hanno infatti registrato nel 2012 un deflusso netto in termini di raccolta pari a -13,8 mld di euro, mentre i fondi esteri hanno chiuso l'anno con un saldo netto positivo per 14,9 mld. di euro. Il peso dei fondi di diritto estero sul patrimonio complessivo ha raggiunto il 69,1% del totale, a fronte del 63,8% di un anno fa.

Positive le performance dei fondi e i risultati di gestione. I fondi di diritto italiano nel 2012 hanno superato il *benchmark* di riferimento nel 43% circa dei casi, una quota molto più elevata rispetto a quanto fatto registrare mediamente nell'ultimo decennio.

L'industria del risparmio gestito in Italia si è mossa negli ultimi anni di riflesso all'andamento dei mercati finanziari. A una fase di notevole sviluppo sperimentata tra il 2003 e il 2006, in cui il patrimonio è cresciuto con tassi annui sostenuti, ha fatto seguito una contrazione delle masse gestite in concomitanza con l'inizio della crisi finanziaria. La crisi ha avuto un duplice impatto: a) sul patrimonio per effetto del calo dei corsi azionari e delle turbolenze sugli altri mercati; b) sulla raccolta per il venir meno della fiducia dei risparmiatori. Nel 2008 il patrimonio ha registrato una flessione pari a circa 290 mld di euro. Nel biennio successivo, in concomitanza con i primi segnali di ripresa dei mercati, il settore ha evidenziato un recupero, cui ha fatto seguito una nuova flessione nel 2011 per effetto del deterioramento del quadro macroeconomico.

Sul fronte della raccolta netta negli ultimi anni si è registrato un andamento analogo a quello del patrimonio. Complessivamente nel quinquennio 2007-2011 si è registrato un saldo netto negativo pari a -259 mld di euro.

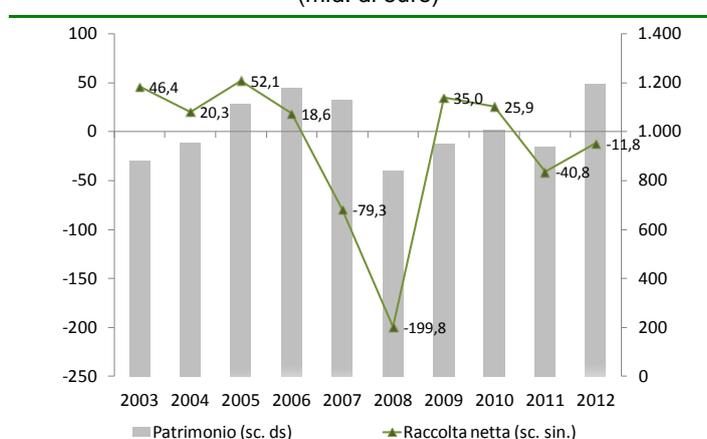
Nel 2012 l'industria del risparmio gestito ha presentato un andamento caratterizzato da luci ed ombre. I dati relativi al quarto trimestre 2012 hanno confermato la dinamica negativa della raccolta netta che segnala il perdurare di alcune difficoltà chiudendo l'anno con una contrazione pari a -11,8 mld di euro, un valore comunque meno negativo di quello fatto registrare nel 2011 (-41 mld di euro). Si registra invece un notevole aumento del patrimonio gestito che a fine 2012 tocca i 1.195 mld di euro con

un incremento del 27,5% rispetto al 2011. Anche i primi dati del 2013, riferiti al mese di gennaio, confermano il trend di crescita del patrimonio che supera i 1.200 mld di euro, nuovo massimo storico per l'industria italiana, e segnano un incremento della raccolta netta pari a 6,6 mld di euro.

La composizione del patrimonio gestito evidenzia una prevalenza delle gestioni di portafoglio (GPF, GPM, Gestioni previdenziali e Gestioni di prodotti assicurativi) che detengono una quota pari al 56% a fronte del 44% di patrimonio riferibile ai fondi comuni (aperti e chiusi). In un anno il peso delle gestioni di portafoglio è aumentato di 5 punti percentuali, per effetto di un considerevole incremento della componente assicurativa (+11 pp), che ha più che compensato il calo delle quote relative agli altri tipi di gestione, arrivando a pesare il 39% del patrimonio gestito.

L'industria del risparmio gestito in Italia

(mld. di euro)



Fonte: Assogestioni

Le gestioni di portafoglio hanno sofferto di una notevole flessione della raccolta netta che nel corso del 2012 ha registrato un deflusso netto di 14,5 mld di euro, derivante da una dinamica negativa per tutte le categorie di prodotto con l'eccezione delle gestioni di patrimoni previdenziali (+3,5 mld di euro).

Il comparto dei fondi comuni evidenzia segnali di ripresa. Nel 2012 il patrimonio gestito dai fondi aperti e chiusi è risultato in aumento del 13,8%, arrivando a 525 mld di euro dai 461 mld di fine 2011. La raccolta netta ha chiuso l'anno con il segno positivo anche se con un saldo netto tra sottoscrizioni e riscatti piuttosto contenuto (+2,6 mld di euro).

Oltre il 90% del totale dei fondi comuni è costituito dai fondi aperti. Il patrimonio gestito dai fondi comuni aperti (italiani ed esteri) sul mercato italiano è pari a circa 481 miliardi di euro, in crescita del 15,3% rispetto al valore di fine 2011. La crescita dell'ultimo anno deriva quasi esclusivamente dalla rivalutazione del patrimonio, dal momento che la raccolta netta, seppure positiva, ha evidenziato nel 2012 un saldo piuttosto contenuto (1,2 mld di euro).

Le turbolenze sui mercati e il livello molto basso dei tassi sul mercato monetario hanno portato a una ricomposizione dei patrimoni investiti che ha favorito la categoria dei fondi obbligazionari (+23 mld di raccolta netta), a scapito soprattutto dei fondi monetari (-12,6 mld di euro) e di quelli azionari (-7,3 mld di euro).

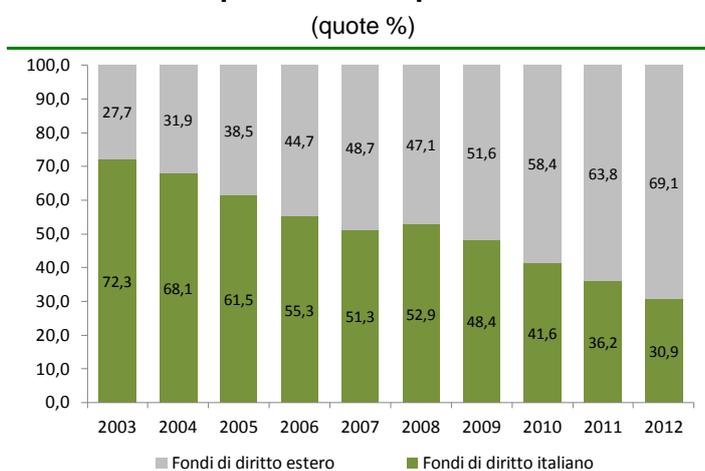
I prodotti obbligazionari hanno suscitato l'interesse dei risparmiatori maggiormente avversi ai rischi dell'azionario, ma non disposti a "parcheggiare" la liquidità su prodotti come i fondi monetari, meno rischiosi ma caratterizzati in questa fase di mercato da rendimenti reali negativi. Tra le diverse tipologie di fondi obbligazionari, hanno riscosso un buon successo quelli con cedola, in grado di garantire alla clientela l'incasso periodico dei flussi di interesse provenienti dall'investimento.

Un altro elemento che emerge dalle dinamiche in atto è la difficoltà a orientare le proprie scelte di investimento tra i vari comparti del gestito, testimoniato da un interesse crescente rivolto ai fondi flessibili, ossia quei prodotti che lasciano un'ampia delega al gestore in merito alle scelte di investimento e che non hanno un *benchmark* di riferimento che vincoli le scelte di portafoglio. Questa categoria di fondi è l'unica, insieme agli obbligazionari ad aver mostrato nel 2012 una raccolta netta positiva, seppure molto contenuta. L'atteggiamento prudente dei risparmiatori trova riscontro anche nella dinamica dei fondi azionari che hanno perso circa 7 mld di euro di raccolta netta pur avendo ottenuto nel 2012 rendimenti medi del 14%, che hanno raggiunto il 19% per i prodotti specializzati sulle borse europee.

I fondi di diritto italiano battono il *benchmark* ma la raccolta è ancora negativa

Nonostante la riforma fiscale abbia uniformato il regime di tassazione sulle plusvalenze, continua il deflusso dai fondi di diritto italiani verso quelli di diritto estero. I primi hanno infatti registrato nel 2012 un deflusso netto della raccolta pari a -13,8 mld di euro, mentre i fondi esteri hanno chiuso l'anno con un saldo netto positivo per 14,9 mld di euro.

Mercato italiano dei fondi comuni aperti: composizione del patrimonio



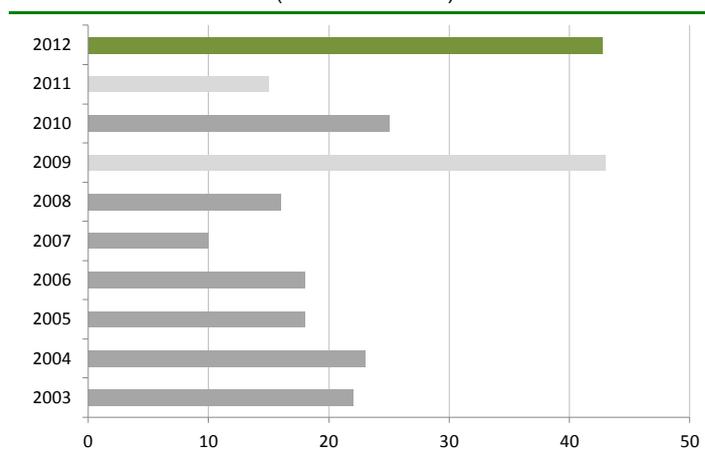
Fonte: Assogestioni

Il peso dei fondi di diritto estero sul patrimonio complessivo ha raggiunto il 69,1% del totale, a fronte del 63,8% di un anno fa. La ricomposizione del patrimonio a favore dei fondi di diritto estero ha ridisegnato l'assetto del mercato. Solo tre anni fa (a fine 2009) il patrimonio era pressochè equidistribuito tra fondi italiani ed esteri, mentre nel 2003 la situazione era esattamente opposta rispetto a quella attuale (circa 70% di fondi italiani e 30% di fondi di diritto estero).

I fondi di diritto italiano nel 2012, oltre a ottenere performance positive in termini assoluti per tutti i comparti, hanno superato il *benchmark* di riferimento nel 43% circa dei casi. Si tratta di un valore molto più elevato di quelli ottenuti a partire dal 2000, anno di introduzione dei *benchmark*. Nei dodici anni il numero di fondi che sono riusciti annualmente a superare l'indice di riferimento è oscillato in media tra 10% e il 20% del totale, con l'eccezione del 2009, nel quale si è registrata una percentuale pressoché analoga a quella del 2012 (42%).

Fondi comuni aperti di diritto italiano che hanno superato il benchmark

(in % del totale)



Fonte: Mf, Il Sole 24 Ore

Nel 2009 e nel 2012 a sostenere i rendimenti e a valorizzare le scelte operate dai gestori è stato l'andamento dei titoli pubblici italiani, un prodotto tradizionalmente molto presente nei portafogli di investimento dei fondi italiani. Lo scorso anno il risultato è derivato in molti casi dall'aver sovrappesato i portafogli con titoli italiani in una fase in cui i mercati erano pessimisti circa la solidità e le prospettive del paese e di beneficiare del successivo recupero di credibilità. Analoga strategia di portafoglio è stata adottata da molti fondi per i titoli dei paesi periferici dell'eurozona, i cui recuperi di valore hanno consentito l'ottenimento di performance molto positive.

Da un'analisi per categoria dei fondi di diritto italiano emerge come nel 2012 abbiano battuto il *benchmark* il 53% dei fondi obbligazionari, il 45% di quelli bilanciati, il 23% di quelli azionari e addirittura l'83% di quelli monetari.

Nella categoria degli obbligazionari *euro corporate investment grade*, addirittura tutti i fondi hanno battuto il *benchmark*. Tra gli azionari i risultati migliori sono stati ottenuti dai gestori che investono sul mercato italiano, il 90% dei fondi azionari Italia ha battuto il *benchmark*, ottenendo un rendimento in media pari al 15% contro il 10% dell'indice di mercato.

Il sistema di distribuzione dei fondi e il ruolo delle reti

In Italia l'industria del risparmio gestito è caratterizzata dalla predominanza di operatori di matrice bancaria sia per quanto riguarda le fabbriche-prodotto, sia con riferimento alle reti distributive. Nell'ultimo decennio tuttavia la quota di patrimonio gestita da società riconducibili al settore bancario ha registrato un calo progressivo.

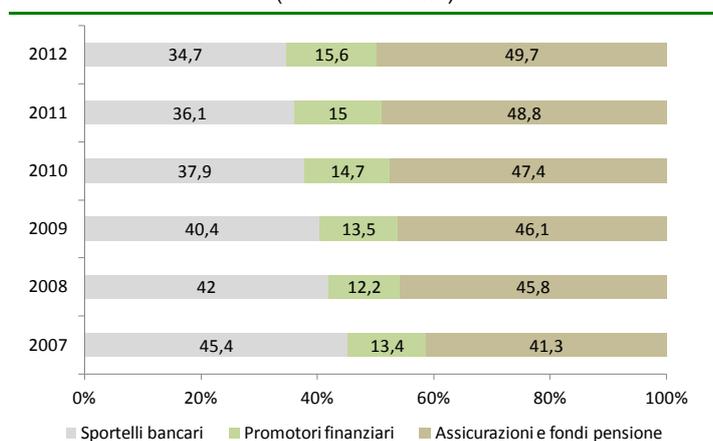
Dal punto di vista della distribuzione, la quota degli sportelli bancari si è ridotta dal 45% del 2007 al 35% nel 2012. Alla flessione del canale bancario ha corrisposto un aumento nella quota distribuita dalla reti di promotori finanziari e dai servizi di gestione del risparmio connessi ai prodotti assicurativi e pensionistici.

In prospettiva le dinamiche prevalenti sul mercato del lavoro e le riforme in senso restrittivo del sistema pensionistico italiano dovrebbero favorire una maggior diffusione della previdenza integrativa che potrebbe aumentare, in un'ottica di medio periodo, il proprio peso relativo nelle masse gestite.

Tra i vari canali di distribuzione un ruolo importante per l'industria del risparmio gestito è stato svolto nel 2012 dalle reti di promozione finanziaria che hanno portato a una raccolta netta complessiva pari a 11,9 mld di euro con un incremento dell'11% rispetto al risultato del 2011.

Il risparmio gestito in Italia: i canali di distribuzione

(in % del totale)



Fonte: Prometeia, Assogestioni

Quasi il 57% della raccolta delle reti è stato canalizzato nei fondi comuni; si tratta di un ammontare pari a 6,8 mld di euro di raccolta derivante da un saldo positivo di 8,3 mld per fondi comuni di diritto estero e due saldi negativi pari a -1,3 mld di euro per i fondi di diritto italiano e -228 mln di euro per i fondi speculativi. Anche tra i fondi collocati dalle reti i prodotti obbligazionari sono stati quelli ad avere il maggior successo; tra strumenti di diritto estero e strumenti di diritto italiano la raccolta netta operata dalle reti nel 2012 è ammontata a 11,1 mld. di euro.

Anche nel comparto dei prodotti assicurativi e previdenziali le reti di promotori hanno chiuso l'anno con un saldo positivo per 5,5 mld di euro. Il risultato è stato ottenuto soprattutto grazie alla raccolta di polizze *unit-linked* (+4,3 mld di euro) e alla distribuzione di prodotti vita tradizionali (+1,4 mld di euro), mentre le gestioni patrimoniali hanno registrato un saldo negativo per 340 mln di euro.

Nell'industria italiana del risparmio gestito le banche e gli intermediari facenti capo ai gruppi bancari costituiscono il principale canale di distribuzione dei prodotti. La collocazione di questi ultimi risente pertanto in modo considerevole delle strategie commerciali poste in essere dalle banche. Durante la crisi finanziaria, di riflesso alle difficoltà registrate sul mercato del credito e in risposta alle esigenze di *funding*, le

politiche commerciali delle banche sono state orientate maggiormente a promuovere forme di raccolta diretta piuttosto che prodotti del risparmio gestito, anche in ottica di una rifocalizzazione sul tradizionale business bancario di intermediazione.

Sulle dinamiche di sviluppo del mercato ha inciso pertanto, oltre alle performance dei prodotti e alla struttura dei costi, anche la peculiarità del modello distributivo attualmente prevalente, il cosiddetto “modello chiuso”, basato su accordi di collocamento tra produttore e distributore di prodotti.

Da un punto di vista operativo il settore mira ad accrescere la separazione tra fabbriche-prodotto e distribuzione, in modo da creare un sistema ad “architettura aperta” in cui al cliente non si offrano solo i prodotti creati nelle proprie “fabbriche”, ma anche quelli di terzi. In alcuni mercati, come quelli statunitense e britannico l’architettura aperta presenta un grado di diffusione molto elevato, compreso tra il 70% e il 90% dell’offerta, mentre in Europa continentale la percentuale risulta ancora molto contenuta. In Italia, nonostante gli sforzi operati nell’ultimo decennio, i prodotti in architettura aperta rappresentano solo un porzione molta ridotta del mercato.

In parallelo alla revisione del modello distributivo, un nuovo impulso al settore potrebbe derivare dalla diffusione di servizi di consulenza finanziaria indipendente (*advisory fee based*), in risposta alle esigenze manifestate dalla clientela di un maggior grado di indipendenza della consulenza dalle strategie dei collocatori. La diffusione di questo canale da un lato potrebbe accrescere l’ampiezza dell’offerta e favorire un recupero di fiducia da parte risparmiatori, dall’altro richiederà un tempo non breve per affermarsi anche a causa di un livello di cultura finanziaria prevalente ancora limitato che rende più difficile per la cliente riconoscere e quantificare il valore aggiunto di un’attività di consulenza disgiunta dalla vendita diretta.



Famiglie dei Paesi Bassi: una ricchezza poco liquida

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

Nel 2012 il Pil dei Paesi Bassi è sceso dello 0,9% facendo registrare la seconda recessione negli ultimi quattro anni. Il risultato del 2012, peggiore delle attese, condiziona la previsione per l'anno in corso per il quale si ipotizza un ulteriore calo dell'attività economica (-0,6%). Anche nel 2013, come nello scorso anno, contribuiranno positivamente all'andamento del Pil solo le esportazioni e i consumi pubblici mentre dovrebbe rimanere negativa la domanda interna.

Dall'avvio della crisi i consumi delle famiglie olandesi sono in calo e il trend è previsto proseguire ancora per quest'anno. Sulla capacità di spesa dei nuclei familiari olandesi pesano diversi fattori: disoccupazione in crescita, redditi in diminuzione, aumento della contribuzione previdenziale, calo del valore degli immobili e minore disponibilità di credito.

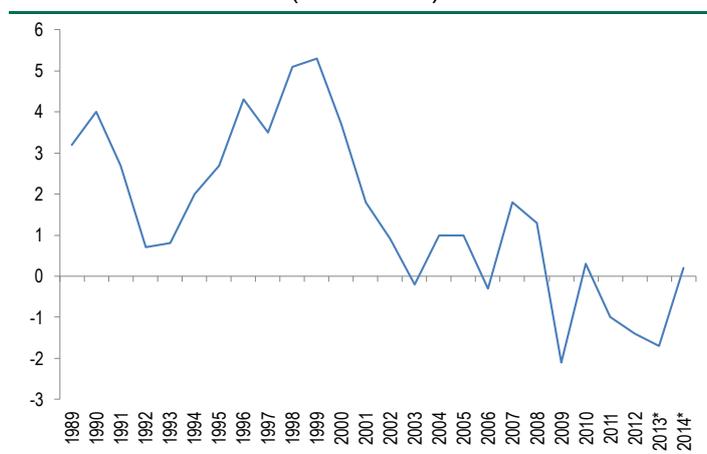
La ricchezza finanziaria delle famiglie è solida grazie soprattutto all'elevato accumulo di risparmio previdenziale ma i bilanci delle famiglie olandesi sono gravati da molte passività: dal 2010 il rapporto tra debiti e reddito disponibile è al di sopra del 250%, il livello più elevato nell'area euro.

Con una variazione del Pil del -0,9% nel 2012 i Paesi Bassi hanno registrato la seconda recessione degli ultimi quattro anni dopo quella del 2009 (-3,7%). Il risultato del 2012, peggiore delle attese, condiziona la previsione per l'anno in corso, tanto che il *carry over* (ossia la crescita acquisita ipotizzando quattro trimestri di variazione congiunturale nulla) incorpora già un ulteriore anno di recessione (-0,6%). La previsione della Commissione europea¹ per il 2014 ha subito di recente l'ennesima limatura (+1,1%). In effetti le già deboli ipotesi di crescita formulate negli ultimi mesi dello scorso anno dai principali istituti di ricerca erano caratterizzate da un'ampia incertezza più orientata ad un peggioramento dello scenario che non a un suo miglioramento. Anche sulla conferma della valutazione di tripla A assegnata al paese dalle tre principali agenzie di rating (solo quattro paesi della Uem beneficiano di questo giudizio) pesa la prospettiva negativa espressa da ben due di esse. Come per l'anno appena concluso, anche nel 2013 le sole componenti di crescita dovrebbero essere i consumi pubblici e le esportazioni, mentre è atteso proseguire il contributo negativo della domanda interna con investimenti e consumi privati entrambi in calo.

Da oltre un decennio l'andamento delle spese delle famiglie olandesi risulta decisamente più debole rispetto all'area euro capovolgendo il trend che aveva invece caratterizzato gli anni Novanta: rispetto a una crescita reale media del 3,2% nel periodo 1990-2000, tra il 2001 e il 2012 si è registrato un aumento solo dello +0,3%, con la variazione degli ultimi quattro anni addirittura negativa (-1,1%). Molteplici sono stati i fattori che hanno contribuito a questo cambio di passo, tra cui la debolezza del mercato del lavoro, le oscillazioni degli investimenti effettuati dai fondi pensione e l'andamento dei prezzi delle abitazioni. Negli anni Novanta sulla scia di un'occupazione in crescita a ritmi molto sostenuti i datori di lavoro si trovarono costretti ad offrire retribuzioni sempre più elevate per attrarre personale specializzato, fenomeno esauritosi con l'avvio del nuovo secolo. A fronte di un incremento medio del reddito reale del 3,2% del periodo 1992-2001, quello del decennio seguente (2002-2011) è sceso al +0,7%.

¹ Commissione europea, Winter forecasts, febbraio 2013.

Paesi Bassi: consumi delle famiglie
(var. % a/a)



(*) previsioni

Fonte: Banca centrale olandese, Eurostat

Sulle disponibilità delle famiglie olandesi ha poi pesato l'entità dei contributi dovuti all'apprezzato sistema pensionistico nazionale². Per comprendere meglio gli effetti del risparmio forzoso rappresentato dai versamenti previdenziali va sottolineato come il sistema pensionistico olandese si basi su tre pilastri (previdenza pubblica, previdenza complementare rappresentata da fondi pensione aziendali o di categoria e polizze assicurative private) a cui, potenzialmente, è possibile aderire contemporaneamente. In effetti, oltre a versare contributi alla previdenza obbligatoria, il 90% dei lavoratori olandesi aderisce al secondo pilastro³, grazie anche al favorevole trattamento fiscale che, in generale, non prevede tassazione per i contributi previdenziali. Negli ultimi anni sui consumi delle famiglie ha pesato la possibilità di utilizzare i rendimenti/rivalutazioni degli investimenti effettuati dai fondi pensione per fronteggiare gli aumenti delle quote da versare. Il profilo pro-ciclico dell'intero sistema implica infatti la necessità di integrare i contributi nei periodi in cui la performance risulti inadeguata a raggiungere il contributo necessario. Il quadro è complicato dalla recente riforma del sistema previdenziale che ha innalzato l'età pensionabile e rivisto al ribasso le prestazioni.

La capacità di spesa delle famiglie olandesi è stata però intaccata soprattutto dall'andamento dei prezzi delle abitazioni, a causa dell'esposizione raggiunta dalle famiglie (e quindi dal sistema bancario) negli anni passati per gli investimenti immobiliari. Favorite da un trattamento fiscale che prevedeva la completa deducibilità degli interessi sui mutui per l'acquisto dell'abitazione principale⁴ e incentivate alla proprietà della casa da generosi sussidi statali le famiglie olandesi hanno sfruttato in modo massiccio queste agevolazioni. La possibilità di beneficiare della deducibilità fiscale degli interessi passivi per la durata massima di trenta anni e la possibilità di ottenere una garanzia pubblica sui mutui fino a €350mila (che nel contempo assicurava anche tassi agevolati) hanno determinato un intenso ricorso al finanziamento e fatto salire la percentuale di famiglie proprietarie di abitazioni dal 42% del 1980 all'odierno

² Secondo il "Melbourne Mercer global pension index", il sistema pensionistico dei Paesi Bassi si è confermato anche nel 2012 in cima ad una graduatoria internazionale basata sulla valutazione di più parametri.

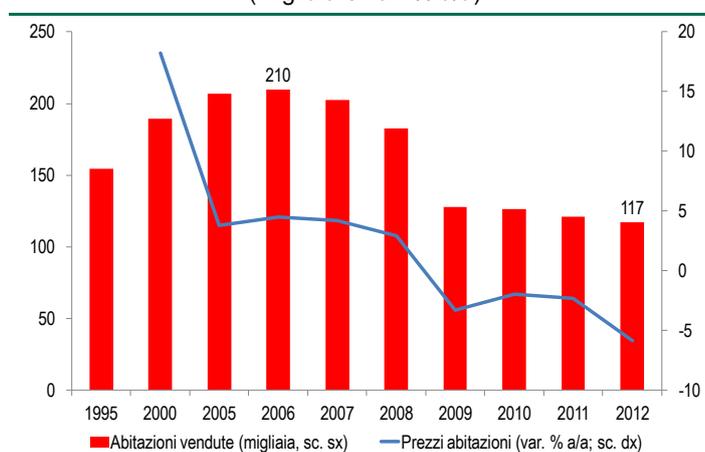
³ Nel 2008 l'ammontare investito dai fondi pensione dei Paesi Bassi era maggiore del Pil del paese.

⁴ La deducibilità degli interessi ha finora assicurato alle famiglie una maggiore liquidità pari al 2% del Pil.

60%⁵. La disponibilità di credito (il *loan to value* medio era arrivato al 120% nel 2009) e la possibilità di rifinanziare gli importi, combinata con i benefici fiscali e la possibilità di posticipare il rimborso del capitale alla scadenza dei trenta anni (i mutui *interest-only* rappresentano il 60% del totale dei mutui) hanno quindi determinato una crescita dell'indebitamento molto più intensa dell'incremento dei prezzi delle abitazioni. Nello scorso decennio, contrariamente a quanto avvenuto in economie di altri paesi, l'aumento delle quotazioni immobiliari nei Paesi Bassi è risultato inferiore a quello di lungo periodo (7% circa tra il 2000 e il 2008), mentre dal 2009 la variazione è risultata costantemente negativa. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno l'indice segnava una diminuzione del 16% rispetto al picco di quattro anni prima, mentre assai più marcato è il calo delle compravendite scese a 117mila (93mila in meno del numero massimo raggiunto nel 2006; -44%).

Paesi Bassi: abitazioni vendute e andamento prezzi delle abitazioni

(migliaia e var. % a/a)



Fonte: Banca centrale olandese

Malgrado l'esiguità del numero di transazioni immobiliari, lo stock dei mutui concessi dagli istituti di credito (€390 miliardi nel 2012, il 65% del Pil⁶) risulta molto elevato se si considera che rappresenta il 10% dei prestiti ipotecari dell'intera area euro mentre il peso del paese in termini di Pil si ferma al 6,3%. L'andamento dei prestiti ipotecari nel 2012 peraltro si conferma positivo e in accelerazione (+4,2% nel 2012; +3,3% nel 2011), più che nei principali paesi dell'area euro. Nel complesso i debiti delle famiglie olandesi risultano i più elevati nell'ambito Uem, con un ammontare che equivale al 250% del reddito disponibile, livello pressoché stabile dal 2010.

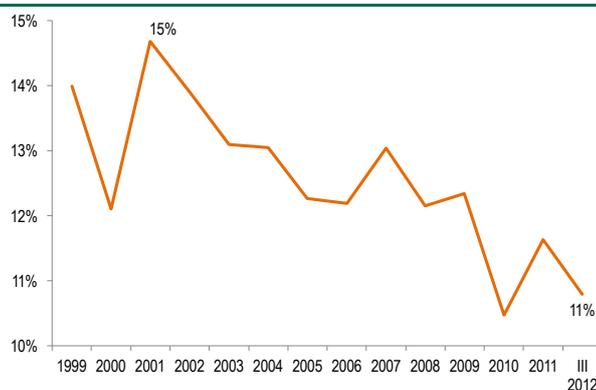
Nel bilancio delle famiglie olandesi ad una crescita dell'indebitamento a ritmi sempre più attenuati (+0,9% nel III trim. 2012) ha fatto riscontro un vivace aumento delle attività finanziarie (+7,7% nel III trim. 2012) rappresentate per oltre ¾ dalle riserve previdenziali (1.195 mld) e per la parte restante da depositi. La ricchezza netta, pari a €898 miliardi, equivale a 3,7 volte il reddito disponibile, il livello più elevato tra i paesi della Uem, mentre il tasso di risparmio è sceso al 10,8%, un valore particolarmente

⁵ Nel confronto internazionale tale livello risulta piuttosto contenuto ma giustificato dal fatto che nei Paesi Bassi esiste una lunga ed efficiente esperienza di offerta di abitazioni popolari.

⁶ Qualora si consideri l'intero stock dei mutui compresi quelli delle altre società finanziarie l'ammontare equivale al 107% del Pil nel 2012.

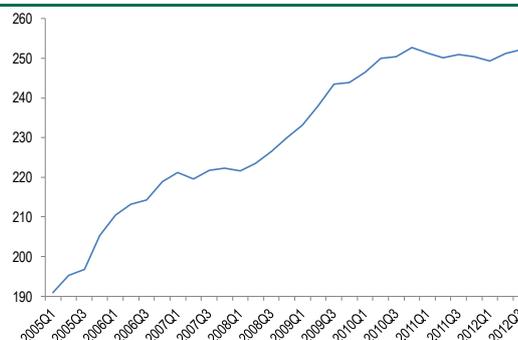
contenuto per il paese ma che si accompagna con una dinamica del reddito reale in flessione del 4% dall'inizio della crisi.

Paesi Bassi: tasso di risparmio delle famiglie
(val. % a/a)



Fonte: Eurostat

Paesi Bassi: indebitamento delle famiglie
(in % del reddito disponibile)

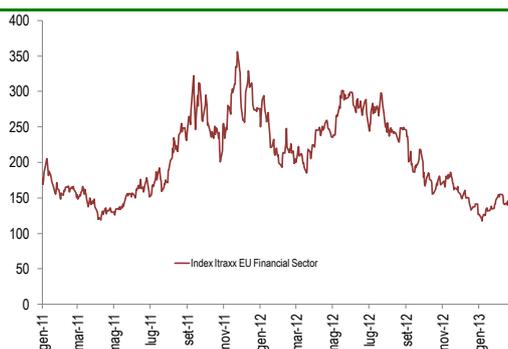


Fonte: Bce

Nonostante, in generale, la ricchezza finanziaria netta sia solida, l'elevato livello di passività delle famiglie desta preoccupazione per i rischi di stabilità finanziaria non solo dei nuclei familiari stessi ma anche del sistema bancario e delle autorità governative. La Banca centrale olandese sottolinea come soprattutto le giovani famiglie che hanno acquistato l'abitazione negli anni più recenti siano particolarmente vulnerabili considerando che impiegano una parte particolarmente elevata del proprio reddito per il servizio dei mutui contratti. Già nel 2009 il 15% delle famiglie si trovava in una condizione di "negative equity", ovvero con un debito ipotecario maggiore del valore corrente dell'abitazione, percentuale salita al 22% nel 2010 e con prospettive di ulteriore crescita (fino al 30%) nel caso dovesse perdurare il trend discendente dei prezzi delle abitazioni. Ad aggravare il già difficile quadro contribuisce inoltre sia l'esposizione al rischio di un innalzamento dei tassi di interesse (molti mutui sono a tasso variabile) sia, soprattutto, il fatto che per i mutui trentennali "interest-only" accesi in passato non è stato attivato alcun piano di accumulo del capitale e che molte famiglie si trovano ora nella condizione di non disporre di risorse sufficienti al rimborso.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

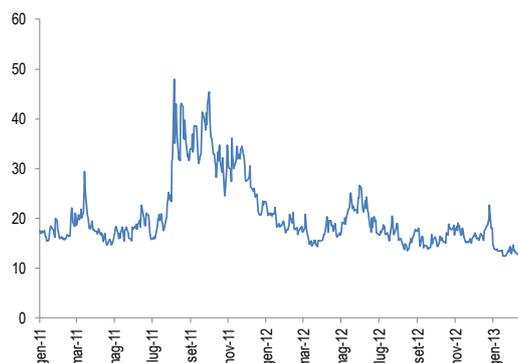
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio passano da 140 pb a 156 pb.

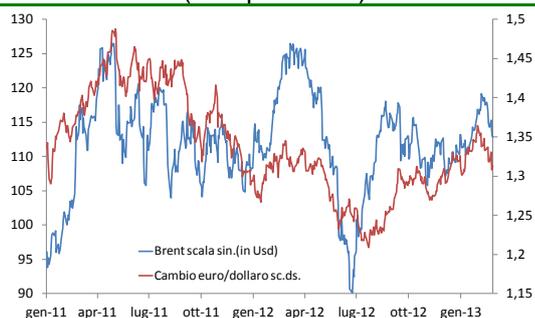
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix nell'ultima settimana sale a quota 15,6 da 12,5.

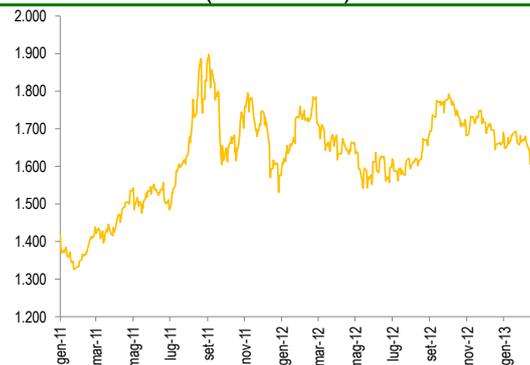
Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €//\$ a 1,31. Il petrolio di qualità Brent quota \$113 al barile.

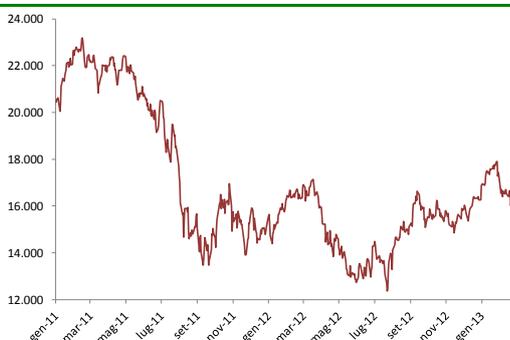
Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro scende da 1.607 a 1.582 dollari l'oncia.

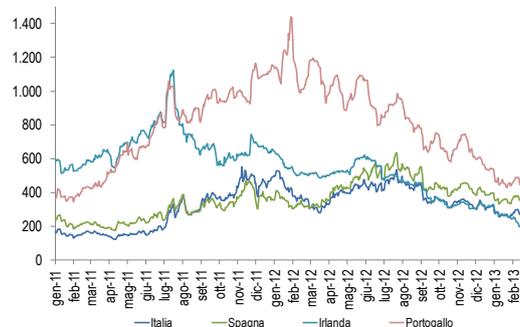
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib si muove intorno a quota 16.000.

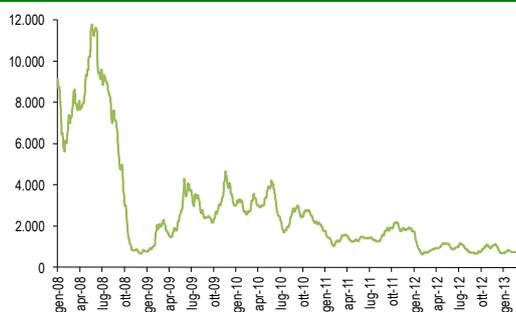
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania
(punti base)**



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 477 pb per il Portogallo, 232 pb per l'Irlanda, 370 pb per la Spagna e 329 pb per l'Italia.

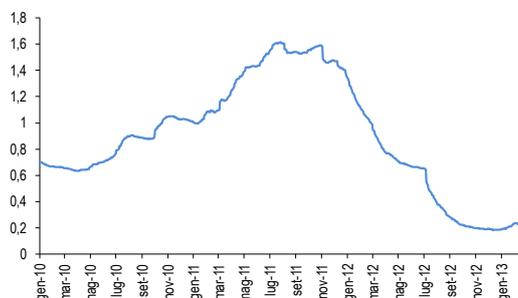
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice, su valori minimi, nell'ultima settimana oscilla intorno a 750.

**Euribor 3 mesi
(val. %)**



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m scende a 0,20%.

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.