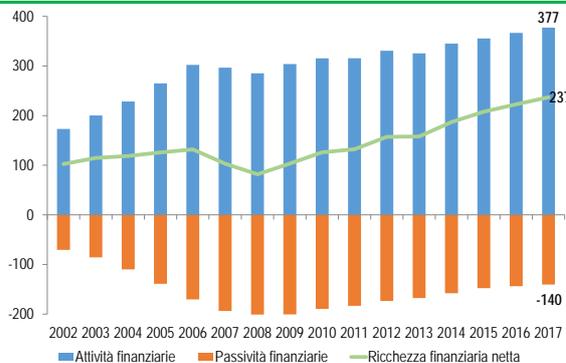


Irlanda: indebitamento delle famiglie (in % del reddito disponibile)



Fonte: Bce

Irlanda: attività e passività finanziarie delle famiglie (miliardi di euro)



Fonte: CSO

Dopo alcuni anni trascorsi tra recessione e bassa crescita (2008-13), **l'Irlanda sembra aver ritrovato la via della ripresa**. Nel 2017, l'incremento del Pil è stato del 7,8%, tra le variazioni più elevate dei paesi dell'eurozona.

Il **mercato immobiliare irlandese** sta tornando al centro dell'attenzione. Nel recente passato è stato responsabile dell'eccessivo indebitamento delle famiglie (219% del reddito disponibile nel 2011) e dell'elevata esposizione del sistema bancario (60% del totale dei finanziamenti nel 2009). Oggi l'insufficienza di unità immobiliari rispetto al fabbisogno spinge all'insù i prezzi delle abitazioni e degli affitti.

L'andamento del **credito alle famiglie irlandesi** stenta a riprendere (+0,3% a/a ad aprile). Sulle famiglie e sul sistema bancario ancora pesano gli effetti del boom del credito: nel 2017 sono risultate ancora elevate sia le passività dei nuclei familiari (144% del reddito disponibile) sia i crediti deteriorati delle banche, pari a €30 miliardi (14% dei prestiti), per due terzi relativi a finanziamenti ipotecari. In entrambi i casi è in atto però un chiaro processo di rientro.

n. 23

15 giugno 2018



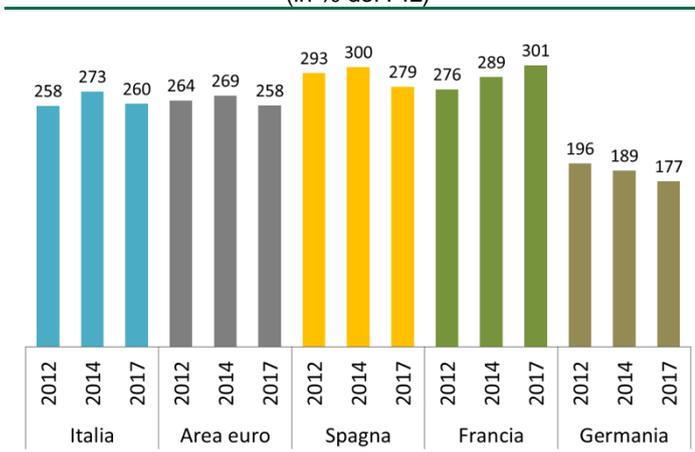
BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Editoriale: Credibilità e competitività

Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

Debiti del settore non finanziario (in % del PIL)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Banca dei Regolamenti Internazionali

I dati sono stati pubblicati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali lo scorso 5 giugno. Alla fine del 2017 il rapporto tra i debiti del settore non finanziario – la somma di debiti pubblici e debiti privati – e il prodotto interno lordo si è attestato al 258 per cento nella media dell'area euro, al 251 per cento negli USA e al 256 per cento in Cina. All'interno dell'area euro l'Italia ha segnato un rapporto debiti/PIL pari al 260 per cento, sostanzialmente in linea con la media dell'unione monetaria. Spagna e Francia si sono collocate significativamente al di sopra del dato dell'eurozona, rispettivamente al 268 per cento e al 301 per cento. All'altro capo della distribuzione si trova la Germania i cui debiti del settore non finanziario, pubblico e privato, sono ammontati ad appena il 177 per cento del prodotto interno lordo tedesco.

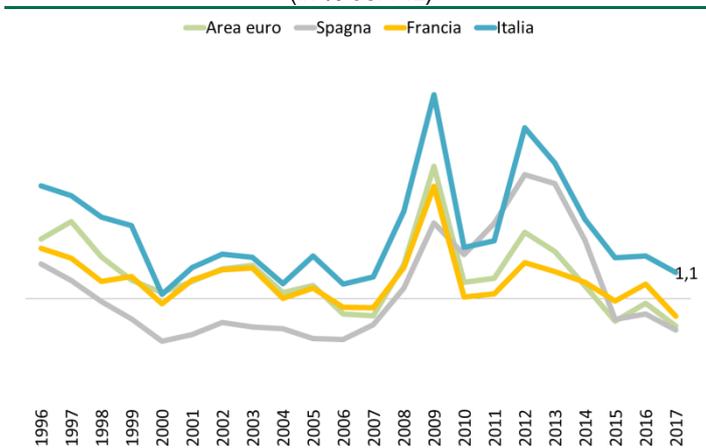
I numeri della BRI suggeriscono più di una riflessione. Per l'Italia c'è la conferma di un importante elemento di solidità finanziaria. Non esiste solo il debito pubblico. Quando, più correttamente, la misura delle esposizioni si rivolge all'intero spettro degli attori del settore non finanziario comprensivo di famiglie e imprese il grado di indebitamento dell'Italia risulta in linea con quello medio dell'area della moneta unica. Non solo. A fronte di un debito pubblico che si è fermato intorno al 132 per cento del PIL alla fine del 2017 le attività finanziarie nette delle famiglie italiane si sono avvicinate a 3,5 trilioni di euro pari ad oltre il duecento per cento del prodotto interno lordo. I numeri del 2017 ci dicono che l'Italia rimane un paese solido. Il punto è, custodendo il bene primario della solidità, spingere l'economia italiana a crescere di più. Basterebbe anche solo un punto percentuale in più di crescita nominale a migliorare significativamente le prospettive dell'economia e le percezioni dei mercati.

A parità di altre condizioni – in primis, a parità di onere medio del debito pubblico - un punto in più di crescita nominale permetterebbe all'Italia di annullare il cosiddetto "snow ball effect", l'effetto negativo che sull'incidenza del debito pubblico riveste l'esistenza di un differenziale positivo tra onere per interessi e crescita dell'economia. Questa differenza è scesa dai circa sette punti del 2012 all'1,1 per cento del 2017, grazie sia al rientro dei tassi di interesse rappresentativi del rischio Italia sia al ritorno graduale a saggi positivi di crescita economica. Pur avendo ridotto il divario intorno all'un per cento, alla fine del 2017 l'Italia risultava l'unico tra i grandi partner dell'eurozona a mostrare un onere medio del debito pubblico superiore al tasso di crescita dell'economia.

La volatilità e le tensioni delle ultime settimane non hanno certo giovato. Eppure, la sfida di chiudere il gap rappresentato dallo "snow ball effect" può essere giocata e vinta. Lavorando su due leve che si chiamano credibilità e competitività. La credibilità di una manovra di bilancio che, quantunque innovativa, si mostri adeguatamente sostenibile dal lato delle coperture. La competitività intesa come obiettivo di azioni tangibili di riforma e di riorganizzazione che rendano significativamente più conveniente e interessante creare valore e creare lavoro in Italia. La credibilità serve per contenere e ridurre gli interessi. La competitività per tonificare lo sviluppo.

Nel 1996, quando ancora c'era la lira, l'onere per interessi che l'Italia pagava su un debito pubblico di mille miliardi più basso di quello attuale ammontava alla bellezza di 114 miliardi di euro. Gli interessi pagati dal Tesoro italiano sul debito pubblico lo scorso anno si sono fermati a 66 miliardi. Bastano questi numeri per percepire il bonus della stabilità. Oltre alla stabilità occorre una maggiore crescita economica, che può ricercarsi lavorando ad ammodernare senza indebitare. Tagliare gli eccessi della burocrazia. Semplificare e velocizzare un sistema che produce, ad esempio, sessantaquattromila ricorsi alla giustizia amministrativa l'anno, un ricorso ogni otto minuti. Mettere insieme credibilità e competitività: dipenderà in buona misura da noi.

"Snow-ball effect" (in % del PIL)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Commissione Europea, AMECO data base

Irlanda: fuori dal tunnel?

C. Russo  carla.russo@bnlmail.com

Nell'ultimo decennio l'Irlanda è passata dallo status di "Tigre celtica" all'inclusione tra i paesi cosiddetti PIIGS: l'economia del paese ha infatti oscillato tra periodi di crescita robusta (simili a quelli delle cosiddette tigri asiatiche) a un rischio default evitato nel 2010 solo grazie al decisivo supporto ricevuto dalle istituzioni internazionali (€85 mld, oltre il 50% del Pil). A determinare una crisi così profonda è stato lo scoppio della bolla immobiliare responsabile di un indebitamento record per le famiglie (219% del reddito disponibile nel 2011) e di una esposizione verso il comparto altrettanto ampia del settore finanziario (nel 2009 oltre il 60% del totale dei prestiti al settore privato non finanziario). Dal 2013, anno di uscita dal programma di aiuti finanziari, la crescita ufficiale è stata robusta (10% annuo in media) anche se il dato è distorto dal trasferimento della residenza fiscale di diverse multinazionali nel piccolo paese europeo.

Diversamente dal passato, il paese sta sperimentando una carenza di unità abitative: rispetto ad una stima del fabbisogno di 50mila nuove abitazioni per anno, i permessi per costruire sono meno della metà. Ne è derivata una ripresa delle quotazioni immobiliari in aumento a doppia cifra da circa un anno (+12,7% a marzo) e un livello degli affitti che fanno dell'Irlanda il secondo paese europeo più costoso dopo il Lussemburgo.

La ripresa dell'immobiliare stenta a riflettersi su quella del credito. Dal 2018 sono in vigore nuovi limiti sulle erogazioni per mutui ed è ancora elevato il livello dei non-performing loans presenti nei bilanci del sistema bancario (€30 mld nel 2017, il 14% dei prestiti), di cui due terzi sono relativi ai prestiti ipotecari.

La congiuntura attuale

Archiviata l'eccezionale e anomala performance del 2015 (+25,6%), la crescita dell'Irlanda nei due anni successivi si è confermata tra le più elevate dei paesi dell'eurozona (5,1% e 7,8% nel 2016 e 2017, rispettivamente), circa tre volte quanto registrato in media nell'area (1,8% e 2,4%). L'incremento di oltre un quarto del Pil rilevato a metà di questo decennio è la conseguenza del trasferimento della residenza fiscale di numerose multinazionali nella piccola economia europea¹ attratte da una tassazione degli utili del 12,5%, la più bassa tra i paesi a moneta unica. La distorsione provocata da tale fenomeno, causa di gran parte dell'aumento di oltre €67 mld di Pil registrato tra il 2014 e il 2015, ha indotto l'istituto centrale di statistica irlandese ad elaborare indicatori depurati di tale effetto al fine di misurare l'entità delle attività dell'effettiva dinamica economica del paese. Tra gli altri, è stato calcolato il "Gross National Income modificato" (GNI*), vale a dire il PIL depurato dai profitti netti delle multinazionali, dalle svalutazioni dei beni immateriali (brevetti farmaceutici e tecnologici) e dall'ammortamento degli aeromobili.² In effetti sono molte le multinazionali dei settori farmaceutico, informatico e del leasing di velivoli (circa la metà

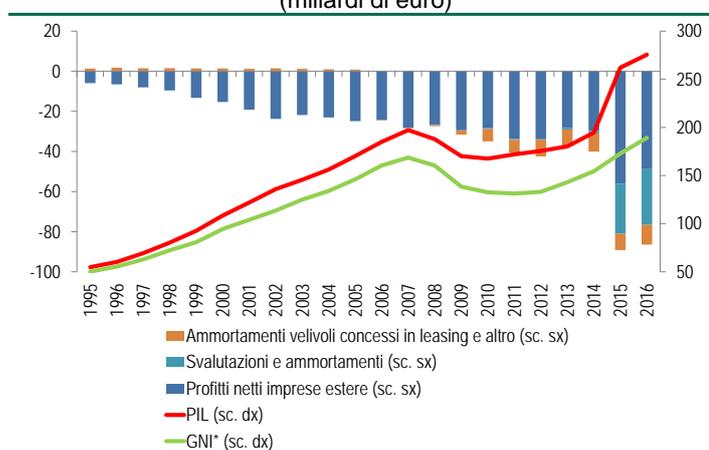
¹ Dal 2015 il governo irlandese ha impedito il cosiddetto "double Irish" vale a dire il pagamento da parte di controllate irlandesi dei diritti di utilizzo di brevetti detenuti da società domiciliate in paradisi fiscali con benefici fiscali per entrambe. Ciò ha comportato il trasferimento dei brevetti "on shore".

² Per il momento è disponibile solamente l'ammontare nominale del GNI modificato. Un gruppo di lavoro è all'opera per conseguire un affinamento della misura che possa indicare al meglio la ricchezza prodotta dal paese.

di quelli noleggiati nel mondo sono gestiti nell'isola) che hanno stabilito in Irlanda il loro quartier generale in Europa. Il divario tra il Pil ufficiale e il GNI modificato (in valori correnti) è ingente: l'ultimo confronto disponibile (2016) evidenzia come a fronte dei 276 mld del primo, il secondo sia di circa 86 mld inferiore (a 189 mld, -30%), una differenza riconducibile soprattutto ai profitti delle imprese estere che operano nel paese (46 mld) e alla svalutazione degli asset immateriali (28 mld). L'impatto è considerevole anche su altri indicatori rilevanti: il livello di indebitamento pubblico è infatti pari al 106% del GNI (mentre è solo il 75% del Pil) mentre il deficit raggiunge il 3,4% a fronte dello 0,9% risultante assumendo come riferimento il Pil.

Comunque, al di là del diverso ammontare, anche la dinamica economica rilevata dal "GNI modificato" evidenzia una crescita reale robusta (intorno al 7,5% nella media 2014-16).

Dal PIL al GNI modificato: le diverse misure dell'attività economica in Irlanda (miliardi di euro)



Fonte: Central Statistical Office (CSO) Irlanda

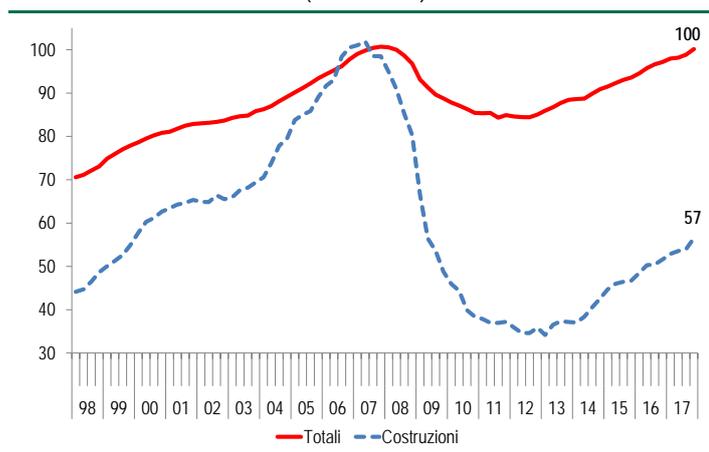
Le previsioni della Commissione europea per l'anno in corso (+5,7%) e per il prossimo biennio (4,1% e 3,5%), sebbene in progressiva attenuazione, si confermano comunque superiori a quelle dell'area euro. La ripresa della domanda interna "modificata", che lo scorso anno si è attestata poco al di sopra del 4%, dovrebbe continuare con eguale intensità anche nel 2018-19 grazie al sostegno dei consumi privati e degli investimenti in costruzioni. I rischi al ribasso sono però molteplici e legati all'andamento delle attività delle multinazionali, a quello delle esportazioni (oltre il 120% del Pil) e non ultimo all'esito dei negoziati sulla Brexit. Il Regno Unito, infatti, rappresenta un partner fondamentale per l'Irlanda, essendo il maggiore mercato di sbocco delle esportazioni: un deprezzamento della sterlina e/o una più debole domanda britannica, avrebbero conseguenze importanti sullo sviluppo economico del paese.

Per contro, sull'andamento di consumi e investimenti influisce positivamente anche il miglioramento del mercato del lavoro: dopo aver sperimentato un tasso di disoccupazione a doppia cifra tra il 2009 e il 2015 (13,6% in media) il numero degli occupati è ora tornato ai livelli pre-crisi in quasi tutti i settori. Rispetto al punto di minimo di 1.873mila occupati (T3 2011) sono stati finora recuperati oltre 350mila posti di lavoro, il tasso di disoccupazione è sceso al 5,8% (maggio) e le previsioni lo posizionano al di sotto del 5% nel 2019. Solo il comparto delle costruzioni, che negli anni pre-crisi concentrava l'11% degli occupati (T2 2007: 240mila unità) risulta in

ritardo: dal minimo di 80mila (T1 2013) si è ora risaliti a 134mila. Se il livello del 2007 è da considerare non sostenibile, l'attuale fase di ripresa del mercato immobiliare e la necessità di aumentare l'offerta di infrastrutture e alloggi rende ora il settore delle costruzioni tra quelli in cui si registra una particolare carenza di personale esperto: parte della manodopera straniera che lavorava nel settore risulta ora emigrata e per coloro rimasti a lavorare nel comparto si rileva un sensibile aumento dell'età media (dai 35 agli oltre 42 anni).³

Irlanda: occupati totali e nelle costruzioni

(2007=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su CSO

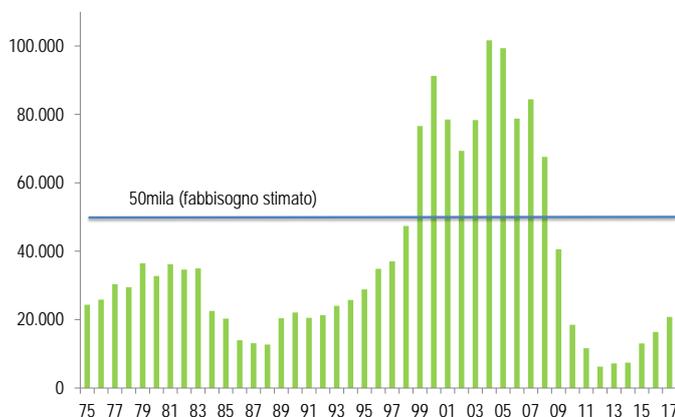
L'immobiliare irlandese

Il comparto immobiliare irlandese, responsabile del bail-out del paese di €85 mld del 2010 finanziato dalle istituzioni internazionali⁴ (oltre il 50% del Pil), continua ad essere al centro dell'attenzione. Se la bolla scoppiata nel 2008 era stata originata da un eccesso di finanziamenti erogati per la costruzione e l'acquisto di nuove abitazioni (oltre il 60% dei prestiti al settore privato non finanziario nel 2009), attualmente si sta sperimentando una carenza di alloggi. Si stima che per soddisfare la domanda sarebbero necessarie, ogni anno, circa 50mila nuove abitazioni mentre i permessi accordati per le unità da costruire, pur in aumento, sono meno della metà (meno di 21.000 nel 2017). L'offerta insufficiente sta causando un significativo aumento delle quotazioni immobiliari, comunque lontane dai massimi pre-crisi. A livello nazionale, a marzo, l'incremento è stato del 12,7%, l'undicesimo consecutivo a doppia cifra. Secondo un'indagine condotta da una primaria agenzia di pagamenti internazionali (WorldFirst), l'Irlanda è seconda solo al Lussemburgo nel mercato degli affitti: per un monolocale, a fronte dei €15.855 annui del Granducato, in Irlanda si è intorno ai €13.600, un dato ampiamente differenziato a livello territoriale. A dicembre scorso a fronte di un affitto medio mensile nazionale di poco superiore ai €1.000, a Dublino si era oltre i €1.500. Il problema delle infrastrutture e quello abitativo in particolare rendono la posizione dell'Irlanda piuttosto critica nel momento in cui il paese si propone come sede europea alternativa in vista della Brexit.

³ T. Conefrey e T. McIndoe-Caler, Where are Ireland's construction workers?, Bank of Ireland, Quarterly Bulletin 02/aprile 2018.

⁴ 35 miliardi per sostenere e fornire liquidità al sistema bancario e 50 miliardi per finanziare la gestione della spesa pubblica.

Irlanda: licenze edilizie
(numero)



Fonte: CSO

Anche per questo si moltiplicano le iniziative delle autorità irlandesi per affrontare il problema, dalla costruzione di nuove case, alla costituzione di un fondo per gli investimenti in immobili (750 mln nel 2018), ad un aumento delle imposte sulle abitazioni sfitte, alle deduzioni fiscali per migliorie apportate in quelle da affittare, agli sgravi fiscali per l'acquisto di terreni destinati alla costruzione di unità abitative.

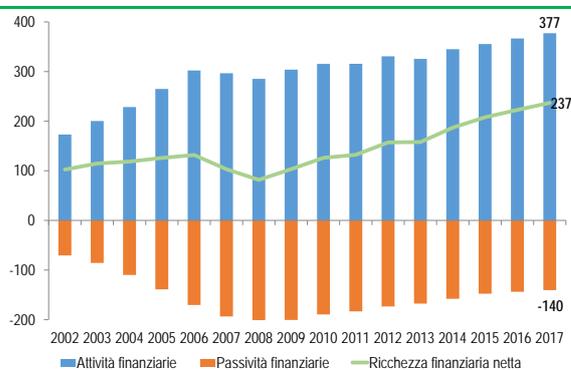
L'aumento delle quotazioni immobiliari sta determinando un incremento della ricchezza netta e la riduzione delle famiglie in "negative equity", vale a dire con un mutuo più elevato del valore dell'abitazione: nel 2017 la ricchezza netta ha raggiunto 727 mld (+2,1% a/a), più elevata di circa il 70% rispetto al minimo toccato a metà 2012 (430 mld) e l'ammontare dei mutui "under water" si è posizionato all'11,8%, rispetto al 39% di fine 2011. Rimangono tuttavia motivi di preoccupazione per la vulnerabilità delle famiglie a causa dei mutui sia a tassi indicizzati (rappresentano il 40% del totale), sia per quelli a tasso fisso considerato che nel paese vi è la consuetudine di stabilire in cinque anni la durata massima di questo aspetto del contratto.

Irlanda: indebitamento delle famiglie
(in % del reddito disponibile)



Fonte: Bce

Irlanda: attività e passività finanziarie delle famiglie
(miliardi di euro)



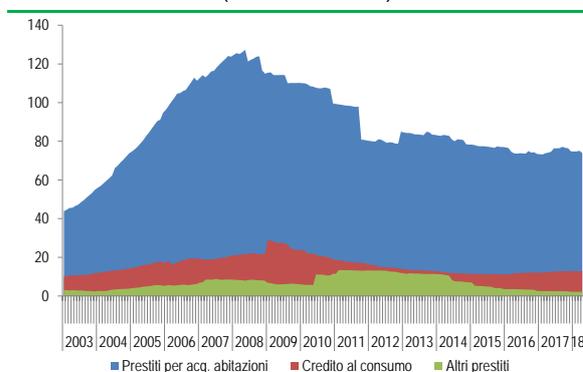
Fonte: CSO

Nel complesso l'indebitamento delle famiglie continua il suo trend discendente: a dicembre scorso era al 144% del reddito disponibile, il livello più basso dal 2005 e ben lontano dal 219% del 2011; le passività finanziarie, pari a 140 mld sono diminuite di circa 64 mld dal punto di massimo del 2008 segnando una diminuzione del 31,2%. Per contro prosegue l'incremento delle attività finanziarie che hanno raggiunto l'ammontare record di 377 mld (+2,9% a/a).

Il miglioramento della situazione patrimoniale delle famiglie sembra avvicinare il punto di svolta anche per la domanda di credito. Secondo la Banca centrale irlandese da luglio scorso è terminata la fase discendente dei finanziamenti alle famiglie (+0,3% a/a ad aprile) grazie alla ripresa dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (+0,3% a/a ad aprile) che rappresentano oltre quattro/quinti dell'aggregato.

Irlanda: prestiti alle famiglie

(miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Irlanda

Irlanda: prestiti alle famiglie

(var. % a/a)



Fonte: CSO

Sull'andamento del credito alle famiglie pesa la recente esperienza degli eccessi legati al comparto immobiliare. Malgrado le nuove erogazioni di mutui siano tornate ad aumentare, il 34% delle transazioni sono regolate in contanti; parallelamente, dal lato dell'offerta dallo scorso gennaio sono in vigore nuove disposizioni che limitano gli importi da finanziare in relazione sia al valore dell'immobile (LTV) sia all'ammontare del reddito (rispettivamente al 90% e a 3,5 volte). Il peggioramento della qualità del credito come conseguenza del crollo delle quotazioni immobiliari ha spinto nel 2013 l'incidenza dei deteriorati fino al 32% (€80 mld) del totale dei finanziamenti. Alla discesa al 14% rilevata nel 2017 (€30 mld, per due terzi relativi all'acquisto di abitazioni,) ha contribuito in maniera decisiva la costituzione di NAMA (National Asset Management Agency), una *bad bank* pubblica cui sono stati ceduti €74 mld di crediti inesigibili per meno di €32 mld, con un *haircut* quindi del 57%⁵.

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

⁵ S. Donnery, T. Fitzpatrick, D. Greaney, F. McCann, M. O'Keeffe, Resolving Non-Performing Loans in Ireland: 2010-2018, Bank of Ireland, Quarterly Bulletin 02/Aprile 2018.