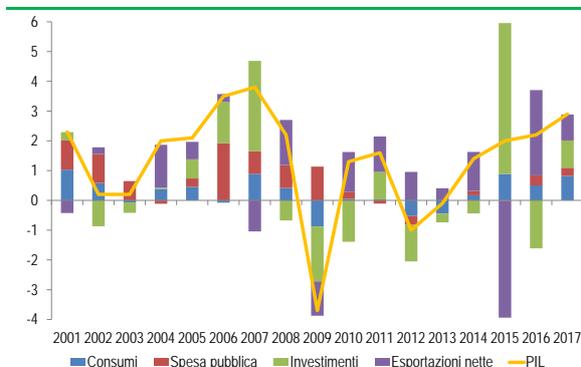


Paesi Bassi: Pil e contributi alla crescita

(Pil: var. % a/a; contributi: val. %)



Paesi Bassi: indebitamento del settore privato non finanziario

(in % del Pil)



Fonte: Servizio Studi BNL su CBS Netherlands

Fonte: Servizio Studi BNL su CBS Netherlands

Dopo sei anni trascorsi tra recessioni (2009, 2012, 2013) e bassa crescita, i **Paesi Bassi hanno intrapreso un solido percorso di ripresa**: l'aumento del 2,9% del Pil registrato nel 2017 dovrebbe confermarsi anche per quest'anno. Con una quota di occupati al 78% e un tasso di disoccupazione al 3,9% si ipotizza che nel prossimo futuro le retribuzioni possano sperimentare una crescita particolarmente robusta (3% circa) diversamente da quanto accaduto nell'ultimo decennio.

Nel paese permangono elevati alcuni degli indicatori monitorati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per gli **squilibri macroeconomici**: nel 2017, rispetto al Pil, il saldo delle partite correnti si è posizionato al 10,2% e l'indebitamento del settore privato al 213%. La natura strutturale di tali aggregati lascia ipotizzare solo una parziale correzione dei livelli.

L'**indebitamento delle famiglie**, pari al 104% del Pil e al 209% del reddito disponibile, è il risultato dei robusti incentivi all'acquisto della casa di abitazione. Al fine di evitare un ulteriore incremento delle passività dei nuclei familiari, le autorità del paese stanno gradualmente rivedendo sia l'entità dei benefici fiscali sia le condizioni di concessione dei finanziamenti ipotecari.

n. 29

27 luglio 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Paesi Bassi: si consolida la ripresa

C. Russo  carla.russo@bnlmail.com

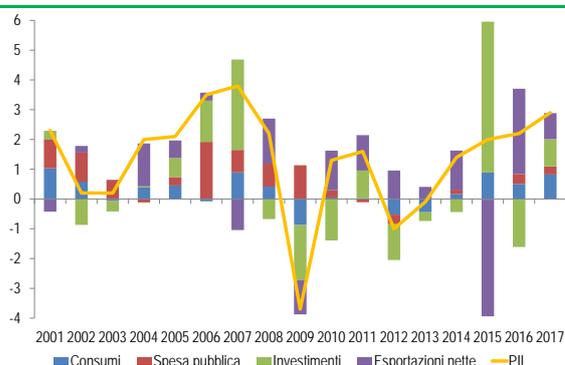
Dopo sei anni trascorsi tra recessioni (2009, 2012, 2013) e bassa crescita, i Paesi Bassi hanno intrapreso un solido percorso di ripresa: l'aumento del 2,9% del Pil registrato nel 2017 dovrebbe confermarsi anche per quest'anno e solo di poco inferiori sono le attese per il 2019 (+2,5%). Il contesto macroeconomico è particolarmente favorevole: tutte le componenti hanno contribuito positivamente alla *performance* del paese, si è vicini alla piena occupazione e vi sono indicazioni di una crescita robusta delle retribuzioni che dovrebbero aumentare del 3% circa sia quest'anno sia il prossimo, dopo un incremento medio dell'1,8% registrato negli ultimi dieci anni.

La procedura per gli squilibri macroeconomici condotta periodicamente dalla Commissione europea conferma la presenza di un cospicuo avanzo delle partite correnti pari a circa il 10% del Pil (2017), a fronte di un limite superiore che dovrebbe rimanere al di sotto del 6%. A questo si aggiunge l'indebitamento del settore privato (famiglie e imprese), che nel paese ha raggiunto il 213% del Pil, rispetto a una soglia massima posta al 133%. Diverse le iniziative messe in campo dalle autorità nazionali per la correzione di entrambi gli indicatori, la natura strutturale degli squilibri rende tuttavia possibili solo modeste limature.

L'elevato indebitamento dei nuclei familiari olandesi (104% del Pil, 209% del reddito disponibile) è dovuto soprattutto ai prestiti ipotecari che rappresentano il 94% dei finanziamenti complessivi alle famiglie. Grazie a incentivi fiscali e a generosi criteri di concessione del credito il paese registra la quota più elevata di proprietari di abitazioni con un mutuo in essere tra i paesi dell'area euro.

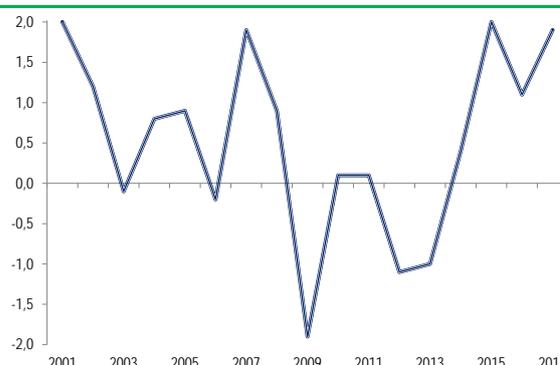
Quattro anni dopo l'ultima recessione (la terza registrata nel periodo 2009-2013), la ripresa economica dei Paesi Bassi è ben avviata su un sentiero di crescita robusta. Lo scorso anno l'aumento del Pil è stato pari al 2,9%, il più elevato dell'ultimo decennio, un livello che dovrebbe confermarsi anche nel 2018, mentre per il prossimo anno le attese sono orientate verso una crescita più contenuta (intorno al 2,5%). Posto pari a 100 il Pil in volume del 2007, questo nel 2017 era di 9 p.p. superiore, un risultato migliore rispetto a quello registrato nello stesso periodo dal complesso dei paesi dell'eurozona (+8,4 p.p.); il risultato è dovuto a un ritmo di crescita superiore a quella potenziale. Nel 2017 tutte le componenti del Pil hanno contribuito positivamente alla *performance* del paese, con dinamiche in rafforzamento per i consumi privati (+1,9%), gli investimenti (+6,1%) e le esportazioni (+5,3%). Il consuntivo del I trimestre di quest'anno conferma il buon andamento delle principali variabili, fatta eccezione per le esportazioni. La crescita di queste ultime risulta piuttosto modesta (+2,5%) e non sono pochi i timori sulla sua evoluzione nel prossimo futuro alla luce sia della Brexit sia il rischio dell'adozione di misure protezionistiche da parte degli Stati Uniti. L'andamento dell'export desta preoccupazione dato il peso dell'aggregato sul Pil: oltre l'80%. A parziale compensazione del minor contributo delle esportazioni dovrebbe arrivare quello positivo dei consumi interni favoriti da redditi in aumento e dall'effetto ricchezza garantito dalla ripresa delle quotazioni immobiliari. Secondo la Banca centrale olandese l'incremento della spesa delle famiglie dovrebbe assestarsi intorno al 3% annuo nel triennio 2018-20, un'accelerazione considerevole se si pensa che la crescita media annua per tre lustri (2001-2014) è stata solo marginale (+0,3%).

Paesi Bassi: Pil e contributi alla crescita
(Pil: var. % a/a; contributi: val. %)



Fonte: Servizio Studi BNL su CBS Netherlands

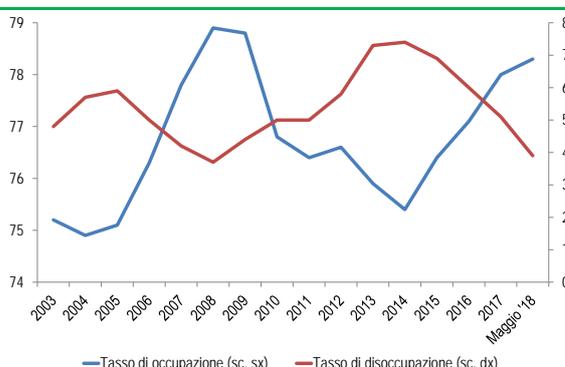
Paesi Bassi: consumi delle famiglie
(var. % a/a)



Fonte: CBS Netherlands

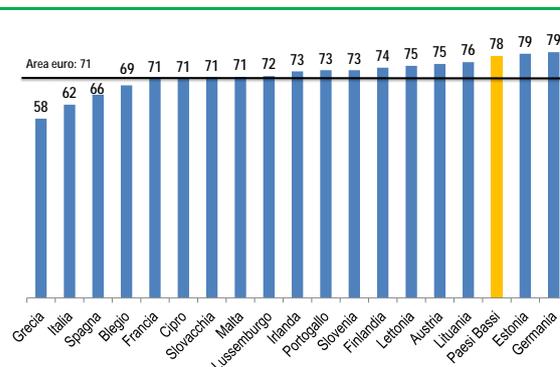
Il mercato del lavoro mostra decisi segnali di miglioramento, con record positivi trimestre dopo trimestre: a marzo 2018 l'aumento tendenziale degli occupati è stato del 2,6% in accelerazione rispetto agli anni precedenti (gli occupati hanno superato i 9 milioni, il 78% circa della popolazione attiva) e il tasso di disoccupazione è sceso al di sotto del 4%. La diffusione dei contratti a tempo determinato e l'aumento dei lavoratori autonomi hanno contribuito a un'evoluzione dei salari particolarmente modesta. Diversi studi evidenziano però come la bassa crescita delle retribuzioni dei lavoratori olandesi sia un fenomeno di lungo termine originato all'inizio degli anni Duemila per competere con la modesta evoluzione dei salari dei lavoratori tedeschi. L'innescarsi di una spirale negativa ha portato nel tempo a slegare la dinamica dei salari da quella del contesto macroeconomico, un fenomeno che il raggiungimento della piena occupazione (3,5% il tasso di disoccupazione previsto per il 2019) dovrebbe contribuire a limitare. Scarsità di manodopera e richieste più esigenti delle parti sociali portano a ipotizzare una crescita prossima e poi superiore al 3% rispettivamente nel 2018 e 2019 a fronte di un incremento medio dell'1,8% negli ultimi dieci anni.

Paesi Bassi: tassi di occupazione e disoccupazione
(val. %)



Fonte: Servizio Studi BNL su CBS Netherlands

Tasso di occupazione
(val. %, 2017)



Fonte: CBS Netherlands

Ad appannare il buon quadro congiunturale vi sono i rilievi segnalati dalla procedura per gli squilibri macroeconomici (MIP) condotta dalla Commissione europea che

sottolinea problematiche presenti nel paese già da lunga data. Da oltre tre decenni i Paesi Bassi registrano un surplus delle partite correnti (in % del Pil, 10% nel 2017) ben superiore rispetto a un *range* che, secondo i parametri fissati, dovrebbe variare tra il -4% e il +6%. Principali responsabili di un saldo positivo di tale entità sembrano essere soprattutto i trasferimenti delle società non finanziarie, in particolare multinazionali con sede nel paese, agevolate da un favorevole trattamento fiscale (aliquota al 15%). La natura strutturale del surplus di parte corrente non lascia molte speranze sulla sua riduzione nel breve periodo. Tuttavia alcuni programmi annunciati dalla coalizione di governo di (relativa) recente formazione (ottobre 2017, dopo circa 7 mesi dalle elezioni del 15 marzo) dovrebbero contribuire a un suo lieve ridimensionamento: tra queste l'atteso aumento della domanda interna e quello della spesa pubblica per difesa e sicurezza, insieme all'atteso incremento degli stipendi degli insegnanti.

Altro parametro che sfiora decisamente il valore-soglia, posto dalla Commissione europea al 133%, è quello relativo all'ammontare dell'indebitamento privato rispetto al Pil, livello che nel paese si colloca attualmente al 213%, distribuito all'incirca equamente tra imprese e famiglie. Tuttavia mentre il valore delle società non finanziarie è rimasto pressoché stabile nel tempo (intorno al 110%), e determinato da rapporti infragruppo delle multinazionali, quello delle famiglie è passato dal 63% del 1995 al 104% attuale, il valore più elevato tra i paesi europei. Responsabili sono soprattutto i prestiti ipotecari (94% del totale dei finanziamenti alle famiglie) favoriti dalle politiche per l'acquisto della casa di proprietà. Le agevolazioni fiscali per le famiglie proprietarie e i generosi criteri di concessione del credito hanno favorito una crescita dei mutui a doppia cifra all'inizio di questo decennio, dinamica che ha portato il debito delle famiglie a raggiungere i €758 mld nel 2012. Il valore si è leggermente ridotto negli anni successivi ma è tornato ben presto a salire toccando nel 2017 il nuovo record di €765 mld.

Paesi Bassi: indebitamento del settore privato non finanziario

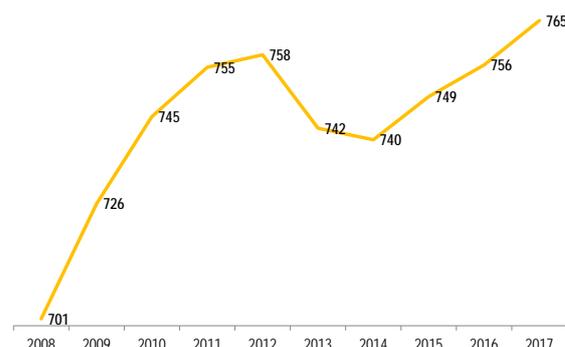
(in % del Pil)



Fonte: Servizio Studi BNL su CBS Netherlands

Paesi Bassi: passività delle famiglie

(mld di euro)



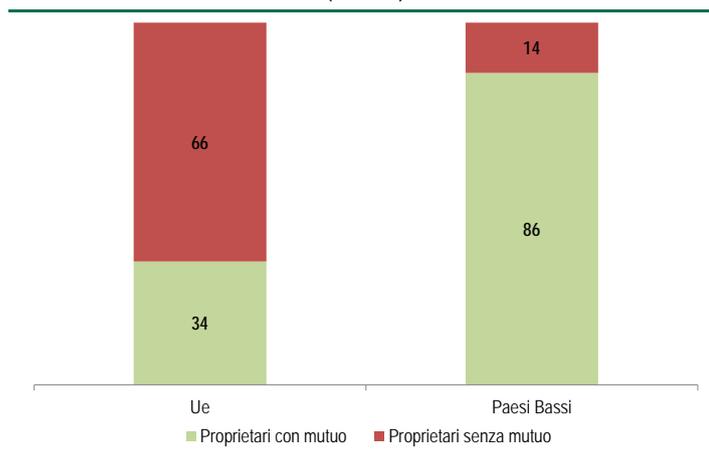
Fonte: CBS Netherlands

In effetti la sottoscrizione di un mutuo ipotecario in Olanda è particolarmente diffusa grazie sia ai vantaggi fiscali sia alla tipologia di contratti disponibili; nel paese è infatti presente una "mortgage interest deduction" (MID) ora al 49,5%, la più elevata tra i paesi dell'area euro, la possibilità di finanziarie l'acquisto dell'immobile con prestiti superiori al 100% del loro valore (LTV) e la possibilità di contrarre mutui "interest rate only", vale a dire con pagamento del capitale differito (oltre il 50% di quelli in essere

sono di questa tipologia). Tutti questi elementi hanno contribuito a fare dell'Olanda il paese con la maggiore quota di proprietari con un mutuo in essere. Posta pari a 100 la quota dei proprietari dell'abitazione di residenza, coloro che hanno perfezionato l'acquisto grazie a un prestito ipotecario rappresentano l'86%, rispetto al 34% dell'Unione europea.

Paesi Bassi: proprietari dell'abitazione di residenza

(val. %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat

L'attuale governo, su indicazione della Banca centrale nazionale, ha già attenuato l'entità delle agevolazioni al fine di non esporre l'economia olandese agli effetti delle oscillazioni del mercato immobiliare. Dall'inizio dell'anno è stato posto un limite massimo al LTV pari al 100% e accelerato il processo di riduzione della deducibilità degli interessi: dal 2020, ogni anno l'agevolazione diminuirà fino a raggiungere il limite massimo del 37% nel 2023, un livello comunque molto elevato nel confronto internazionale. Inoltre, è prevista una riduzione della tassazione della rendita dell'abitazione di proprietà in caso di estinzione del prestito ipotecario.

Considerati i rischi connessi all'esposizione per finanziamenti ipotecari, sia per il sistema bancario sia per le famiglie, le autorità olandesi sono attente a monitorare i diversi indicatori del comparto: segnali positivi vengono dal numero dei mutui "under water" la cui quota è scesa dal 36% del I trim. 2013 all'attuale 9% grazie anche alla ripresa delle quotazioni immobiliari che sono quasi tornate sui livelli pre-crisi. Sull'andamento dello stock dei mutui (+0,4% a/a a maggio), oltre a un più diffuso utilizzo di mezzi propri rispetto al passato, pesano le estinzioni, dal 2013 requisito necessario per fruire delle consistenti agevolazioni fiscali.

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