



**ISTITUTO REGIONALE  
DI RICERCA  
DELLA LOMBARDIA**

## Il sovraindebitamento delle famiglie

*Codice IReR: 2007B087*

*Project leader: Guido Gay*

Rapporto finale

Milano, gennaio 2008

La ricerca è stata affidata ad IReR dalla DG Commercio, Fiere e Mercati della Regione Lombardia.

*Responsabile di progetto:* Guido Gay

*Gruppo di lavoro tecnico:* Marco Manzoni, responsabile regionale di ricerca D.G. Commercio, Fiere e Mercati, Enrico Capitanio e Marino Gerosa, D.G. Commercio, Fiere e Mercati

*Gruppo di ricerca:* Mario Anolli, professore ordinario, facoltà di economia degli intermediari finanziari Università Cattolica del S. Cuore; Elena Beccalli, professore associato, facoltà di economia degli intermediari finanziari Università degli Studi di Macerata e London School of Economics; Francesca Pampurini, ricercatore facoltà di economia degli intermediari finanziari Università degli Studi di Macerata; Nicoletta Ussai, collaboratrice di ricerca Università Cattolica del S. Cuore

## Indice

<i>Introduzione</i>	5
Capitolo 1	
<i>Il sovraindebitamento nei paesi anglosassoni</i>	7
1.1. Definizione del concetto di sovraindebitamento	7
1.2. Il sovraindebitamento nel Regno Unito	7
1.2.1. L'entità e l'articolazione del fenomeno	8
1.2.2. Dinamiche dell'indebitamento: dalla crescita sostenuta al rallentamento	8
1.2.3. Situazioni di dissesto finanziario: drammatico aumento	11
1.2.4. Il mercato dei sub-prime	15
1.3. Caratteristiche delle famiglie indebitate e in situazioni di ritardo nei pagamenti	16
1.3.1. Famiglie indebitate	16
1.3.2. Famiglie in ritardo nei pagamenti	19
1.4. Cause del sovraindebitamento e delle situazioni di difficoltà finanziaria	21
1.4.1. Favorevoli condizioni di finanziamento	22
1.4.2. Andamento del mercato immobiliare	24
1.4.3. Innovazione finanziaria	27
1.4.4. Insufficiente educazione finanziaria	28
1.4.5. Cause delle situazioni di insolvenza e di ritardo nei pagamenti: incertezza e asimmetrie informative	29
1.5. Il sovraindebitamento negli Stati Uniti	32
1.5.1. L'entità e l'articolazione del fenomeno	32
1.5.2. Dinamiche dell'indebitamento	33
1.5.3. Situazioni di dissesto finanziario	35
1.5.4. Il mercato dei sub-prime	36
1.5.5. Caratteristiche delle famiglie indebitate e in situazioni di ritardo nei pagamenti	38
1.5.6. Cause	42
1.5.7. Andamento (reale e atteso) del livello di reddito	42
1.5.8. Andamento del mercato immobiliare	44
1.5.9. Innovazione finanziaria	47
1.5.10. Cause delle situazioni di insolvenza sul mercato dei sub-prime	49
1.6. Conseguenze del sovraindebitamento	50
1.6.1. Conseguenze dovute all'aumento dei tassi di interesse	51
1.6.2. Conseguenze dovute alla diminuzione del prezzo degli immobili	52
1.6.3. Conseguenze dovute alla perdita di reddito	54
1.6.4. Conseguenze derivanti dall'aumento nei tassi di insolvenza	56
1.6.5. Sui prestiti non garantiti nel Regno Unito	56
1.6.6. Sui sub-prime negli Stati Uniti	57
<i>Bibliografia</i>	59

Capitolo 2	
<i>Il sovraindebitamento delle famiglie tedesche</i>	61
Introduzione	61
2.1. Definizione	61
2.2. La situazione patrimoniale e finanziaria delle famiglie tedesche	62
2.3. La distribuzione del debito per classi di famiglie omogenee	68
2.4. Il sovraindebitamento in Germania: aspetti microstrutturali	73
2.5. Le cause del sovraindebitamento delle famiglie tedesche	84
2.6. Le conseguenze del sovraindebitamento sulle famiglie e sulla società tedesca	88
2.6.1. L'impatto delle variazioni del reddito	89
2.6.2. L'impatto delle variazioni dei tassi di interesse	90
2.6.3. L'impatto delle variazioni dei prezzi delle abitazioni	92
2.6.4. L'impatto del processo di smobilizzo delle plusvalenze immobiliari	92
2.7. Conclusioni	93
<i>Bibliografia</i>	97
Capitolo 3	
<i>Il sovraindebitamento delle famiglie italiane</i>	99
3.1. Il sovraindebitamento: definizione qualitativa e quantitativa	99
3.2. Le forme di finanziamento alle famiglie: credito immobiliare e credito al consumo	101
3.3. Credito immobiliare	102
3.4. Credito al consumo	105
3.5. Il sovraindebitamento in Italia: soggetti a rischio e fattori scatenanti	109
3.6. L'Italia a confronto con altri Paesi: fattori-causa del ritardo rispetto al contesto internazionale	114
3.7. La famiglia e il suo ruolo redistributivo	121
3.8. Il sovraindebitamento e le sue conseguenze: i rischi per le famiglie e la stabilità finanziaria e monetaria	122
<i>Bibliografia</i>	125

## *Introduzione*

Il sovraindebitamento delle famiglie, definibile in prima approssimazione come l'esistenza di impegni finanziari insostenibili in relazione al livello di reddito corrente e alle integrazioni eventualmente possibili, anche considerando la ragionevole liquidazione del patrimonio disponibile, ha assunto negli anni recenti in Italia un rilievo crescente.

Questa ricerca si pone l'obiettivo di definire in termini operativi il fenomeno che abbiamo denotato come "sovraindebitamento", esplorarne le implicazioni per le famiglie italiane e individuare interventi di policy che contribuiscano a limitare un fenomeno potenzialmente destabilizzante per l'economia e la società lombarda.

In particolare i quesiti di ricerca saranno organizzati su:

1. definizione del fenomeno e misurazione della sua ampiezza;
2. individuazione delle cause del fenomeno e delle tendenze in atto;
3. individuazione di risposte di policy al fenomeno del sovraindebitamento e alle sue conseguenze indesiderate.

Le cause del sovraindebitamento possono essere di tipo diverso, alcune controllabili dalle famiglie (eccessiva propensione al consumo e cattiva gestione delle finanze familiari), altre solo parzialmente (incidenza di eventi imprevedibili, particolarmente relativi alla collocazione nel mercato del lavoro, che fanno venir meno una fonte di reddito o determinano l'insorgenza di passività impreviste).

Il sovraindebitamento appare infine correlato con l'espansione del credito al consumo e delle altre forme di accesso al credito (es. carte revolving e cessione del quinto dello stipendio) e può essere considerato strutturale, nel senso che accompagna un radicale mutamento dell'atteggiamento delle famiglie italiane nei confronti dell'indebitamento tramite credito, al quale non si ricorre più come misura eccezionale o urgente, ma anche come modalità di finanziamento "ordinario" del tenore di vita desiderato, determinato da aspettative evolutesi storicamente e non facilmente rivedibili nel breve periodo.

La prima fase della ricerca che qui si presenta indaga alcuni aspetti generali del fenomeno del sovraindebitamento e ha visto lo svolgimento delle seguenti attività di ricerca:

1. definizione del fenomeno del sovraindebitamento e ricognizione della letteratura economica rilevante;

2. analisi della situazione corrente e la sua evoluzione recente in Italia e nei principali paesi UE, con particolare riferimento alla distribuzione del fenomeno per tipi di soggetti;
3. analisi delle forme tecniche prevalenti di accesso al credito da parte delle famiglie.

I principali risultati che sono emersi, e che costituiscono al contempo temi ai quali dedicare attività di approfondimento in una seconda fase, sono i seguenti:

- l'indebitamento delle famiglie ha mostrato in tutti i paesi esaminati (Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Italia) una dinamica accentuata sia con riferimento agli ammontari sia con riferimento al numero di nuclei familiari indebitati;
- l'indebitamento delle famiglie riguarda in misura variegata i vari gruppi sociali (maggiormente diffuso nelle classi sociali a maggior reddito e ricchezza) ed è riconducibile a diverse cause, fra le principali, l'acquisto di abitazioni e di beni durevoli;
- emergono in alcuni paesi, ma non ancora in Italia, preoccupanti elementi di fragilità in quanto l'onere del servizio di debiti contratti in periodi di bassi tassi di interesse sta diventando via via più gravoso all'aumentare dei tassi stessi. A ciò contribuisce la propensione, accentuata anche in Italia, mostrata dalle famiglie a indebitarsi a tasso variabile. La fragilità porta ad un netto incremento del numero di famiglie in difficoltà a seguito di vicende finanziarie (es. onere delle rate superiore al 30% del reddito disponibile).

L'evoluzione delle dimensioni del fenomeno e l'emergere, nei diversi paesi considerati, di chiari sintomi difficoltà pongono all'attenzione la necessità di individuare interventi di *policy* tesi a contrastare o quanto meno a contenere i fenomeni di difficoltà, che hanno, data la loro ampiezza e diffusione, potenziali impatti sociali importanti. A questo proposito due sono le strade da percorrere:

- proseguire il confronto internazionale per evidenziare quali interventi legislatore e autorità abbiano individuato nei principali Paesi e raccogliere informazioni sui solo meriti relativi. In considerazione del fatto che le decisioni di indebitamento sono assunte, soprattutto con riferimento ai beni di consumo durevoli, con elevata frequenza e spesso in base a comportamenti di impulso, è opportuno che tra gli interventi di *policy* ampio spazio sia riservato all'educazione finanziaria;
- effettuare un'indagine sul campo, con riferimento a un campione di famiglie lombarde, per evidenziare quali sono i prodromi delle situazioni di difficoltà nonché quali sono le cause dei divari tra razionalità economica e comportamenti effettivi allo scopo di individuare quali possono essere le azioni preventive per il controllo dei comportamenti che conducono a eccesso di indebitamento.

## Capitolo 1

### *Il sovraindebitamento nei paesi anglosassoni*

#### 1.1. Definizione del concetto di sovraindebitamento

Dal punto di vista metodologico, pare necessario prendere le mosse da una definizione del concetto di sovraindebitamento. Dall'analisi degli studi disponibili in materia<sup>1</sup> emerge con chiarezza l'assenza in letteratura di una definizione univocamente accettata di sovraindebitamento, il che impone assoluta cautela nell'interpretazione e nella comparazione dell'evidenza empirica disponibile. La scelta che si intende adottare nel presente lavoro è di definire il sovraindebitamento facendo riferimento alle famiglie o agli individui che presentano condizioni di dissesto finanziario, cioè ritardi di natura strutturale nelle loro capacità di rientro finanziario, ovvero che mostrano rischi significativi di divenire insolventi.

#### 1.2. Il sovraindebitamento nel Regno Unito

Nel proporre un'analisi del fenomeno del sovraindebitamento delle famiglie britanniche l'intento perseguito nel lavoro è di dare una risposta ai seguenti quesiti:

- Qual è l'entità e l'articolazione del fenomeno oggi, e qual è stata la sua evoluzione nel corso degli ultimi anni?
- Quali sono le caratteristiche delle famiglie indebitate e in situazioni di ritardo nel rimborso dei finanziamenti ottenuti?

---

<sup>1</sup> Tra gli studi disponibili, si ricordano: per il Regno Unito; Bank of England (2003-2007), Financial Service Authority (2006, 2007), Oxera (2004), Citizens Advice Bureau (2006), PricewaterhouseCoopers (2002), Credit Management Research Centre (2003), and Credit Card Research Group (2002); per gli Stati Uniti: Federal Reserve Board (1983, 1989, 1992, 1995, 1998, 2001, 2004) i cui dati sono ripresi ed elaborate in Bucks *et al.* (2006), Dyan e Kohn (2007).

- Quali sono le cause del sovraindebitamento delle famiglie? In particolare: qual è il ruolo delle favorevoli condizioni di finanziamento e dell'espansione del mercato immobiliare?
- Quali sono le conseguenze indotte da variazioni nelle condizioni macroeconomiche (aumento nei tassi di interesse, riduzione nei prezzi degli immobili, contrazione del tasso di occupazione) in presenza di sovraindebitamento?

### 1.2.1. L'entità e l'articolazione del fenomeno

Preme innanzitutto sottolineare che le fonti cui si è deciso di ricorrere per delineare l'entità e l'articolazione del fenomeno del sovraindebitamento nel Regno Unito – in quanto le stesse descrivono il sovraindebitamento in maniera comparabile, ovvero sulla base di dati individuali relativi al settore famiglie – sono primariamente: *Financial Stability Report* della Bank of England e *The Financial Risk Outlook* della Financial Service Authority<sup>2</sup>. Dall'analisi di tali studi emerge che il manifestarsi della cosiddetta situazione di sovraindebitamento del settore famiglie si è andato sviluppando e articolando per effetto dei seguenti fenomeni (esposti in ordine cronologico di manifestazione):

1. crescita molto pronunciata dell'indebitamento fino al 2004, cui peraltro è seguito un rallentamento nel 2005 e 2006, e
2. aumento delle situazioni di dissesto finanziario nel 2006.

Di tali fenomeni si dirà dettagliatamente di seguito.

### 1.2.2. Dinamiche dell'indebitamento: dalla crescita sostenuta al rallentamento

Una crescita sostenuta dell'indebitamento ha caratterizzato il settore famiglie a partire dal 2001 fino al 2004, ma ha poi subito un rallentamento che continua fino ad oggi, come riportato nella figura 1.1 Si impone però da subito - al fine di comprendere tale dato sul tasso di crescita dell'indebitamento - la necessità di analizzare l'articolazione dell'indebitamento delle famiglie britanniche, introducendo una distinzione sulla base della natura dei prestiti: prestiti garantiti (erogati prevalentemente nella forma tecnica del mutuo) e prestiti non garantiti (cosiddetti *unsecured lending*, concessi in varie forme tecniche, tra cui: carte di credito, prestiti personali, credito al consumo e scoperto di conto).

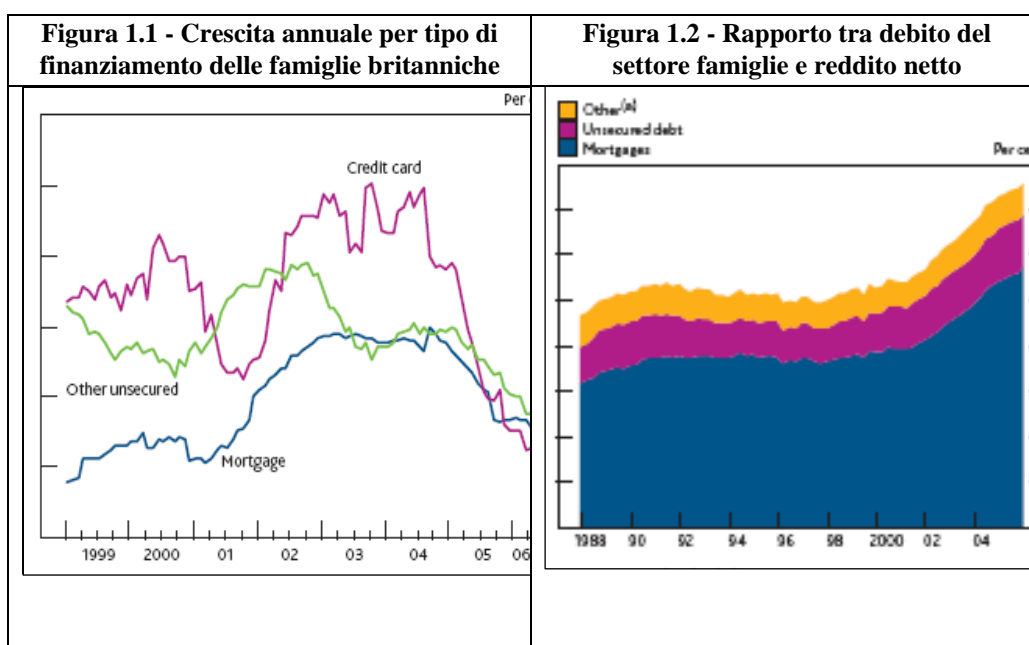
---

<sup>2</sup> Per rigore di metodo si intende da subito precisare che nel presente lavoro non verranno presi esplicitamente in considerazione alcuni dei report citati alla nota precedente (Citizens Advice Bureau, 2006; PricewaterhouseCoopers, 2002; Credit Management Research Centre, 2003; Credit Card Research Group, 2002) poiché essi non forniscono evidenze elaborate sulla base di dati individuali relativi al settore famiglie. Non paiono pertanto di particolare utilità nell'analisi fenomeno stesso.



Un dato di notevole rilievo è che gran parte dell'indebitamento contratto dalle famiglie è finalizzato al finanziamento dell'acquisto dell'abitazione, tanto che oggi i prestiti garantiti rappresentano circa l'88% del totale dell'indebitamento delle famiglie (Bank of England, 2006). In termini di importanza relativa delle varie forme tecniche dei prestiti non garantiti, la forma più diffusamente impiegata è rappresentata dalle carte di credito (con un 19% di soggetti che non procede al rimborso totale dei saldi a debito ogni mese), seguita dai prestiti personali (16%) e dai finanziamenti per l'acquisto di automobili (9%), come indicato da Financial Services Authority (2007).

E' bene però precisare che il segmento dei prestiti non garantiti si è sviluppato più rapidamente rispetto a quello dei prestiti garantiti nel corso del quinquennio 1999-2004, tanto da costituire una componente sempre più sostenuta dell'esposizione complessiva delle banche stesse (Bank of England, 2004). Si noti peraltro che tale crescita nell'incidenza dei prestiti non garantiti si è andata riducendo negli ultimi due anni (Bank of England, 2005, 2006). La crescita annuale dei prestiti garantiti si è attestata attorno al 15% nel 2003 e 2004, ma si è attenuata a partire dal quarto trimestre del 2004 e nella prima metà del 2005, tanto da collocarsi ad un tasso di crescita inferiore all'8% nell'aprile 2006 (Bank of England, 2006). La crescita dei prestiti non garantiti ha invece raggiunto livelli attorno al 25% nel 2003 e 2004, ma ha anch'essa cominciato a rallentare a partire dal quarto trimestre del 2004, con una contrazione per le carte di credito - la più elevata registrata tra i prestiti non garantiti - che ha portato ad un tasso di crescita annuo del 6,4% nell'aprile 2006 (Bank of England, 2006).



Al fine di valutare la sostenibilità dello stesso indebitamento è necessario muovere dai tassi di crescita annui dell'indebitamento ad un indicatore ottenuto raffrontando l'indebitamento rispetto al reddito delle famiglie. In particolare, nel Regno Unito l'indebitamento complessivo del settore famiglie si è attestato al 140% del loro reddito nel 2004 ed è arrivato a più del 150% nel 2005, partendo da un valore attorno al 100% alla fine degli anni novanta, come evidenziato nella figura 1.2 (Bank of England, 2004 e 2005). Emerge con chiarezza che, nonostante i tassi di crescita dei prestiti non garantiti siano stati notevolmente superiori a quelli dei prestiti garantiti, la proporzione tra prestiti non garantiti e prestiti garantiti è rimasta sostanzialmente invariata nel corso degli ultimi dieci anni. E' bene precisare da subito che il livello complessivo dell'indebitamento rispetto al reddito delle famiglie britanniche è superiore a quello degli Stati Uniti e di gran parte dei paesi europei. La diversa - e solo eventuale maggiore - vulnerabilità a *shock* avversi delle famiglie britanniche rispetto agli altri paesi industrializzati dipende peraltro dalla distribuzione dell'indebitamento tra gli operatori (che in quanto soggetti a diverse pressioni finanziarie, sono caratterizzati da un diverso grado di vulnerabilità), nonché dalle capacità di risposta dei vari sistemi a tali *shock*.

Una misura alternativa che consente di comprendere appieno l'entità del fenomeno del sovraindebitamento considera l'entità dei finanziamenti ottenuti dalle famiglie congiuntamente al valore del patrimonio di cui le stesse famiglie dispongono. Rapportando l'ammontare dell'indebitamento di una famiglia al valore degli immobili di proprietà della stessa si giunge infatti ad una sorta di misura del *leverage* della famiglia, anch'essa una sorta di indicatore della sostenibilità dell'indebitamento. Quanto maggiore è l'ammontare del patrimonio immobiliare, tanto più la famiglia dispone di una sorta di cuscinetto da utilizzare per finanziare il consumo o ripianare il debito in caso di *shock* avversi. E' peraltro evidente che sono necessarie delle cautele molto forti nell'interpretare tale indicatore come misura della sostenibilità dell'indebitamento: esso soffre infatti di un problema molto serio, ovvero della sua attitudine a deteriorare rapidamente in situazioni di discesa dei prezzi degli immobili.<sup>3</sup> A ciò si aggiunga che la comparazione dei livelli di indebitamento e patrimonio pare metodologicamente corretta con riferimento alla sola componente prestiti garantiti contratti dalle famiglie, ma non invece alla componente prestiti non garantiti fonte oggi giorno delle preoccupazioni più forti. Nel tentativo peraltro di proporre una misurazione del *leverage* delle famiglie rileva la straordinaria crescita nella percentuale di immobili di proprietà delle famiglie in rapporto agli altri beni reali e finanziari, valore che si è attestato nel 2004 al 46% nel Regno Unito, con un incremento superiore del 10% rispetto al 1999 (Schich e Ahn, 2007). A ciò si aggiunge la crescita nei prezzi degli immobili, che ha registrato tassi di crescita superiori all'11%

---

<sup>3</sup> In caso di riduzione del prezzo degli immobili, infatti, il valore del debito rimarrebbe invariato in termini nominali, mentre al contrario il prezzo degli immobili da cui è garantito diminuirebbe. Si aggiunga inoltre che in tali circostanze le famiglie tenderebbero a vendere gli immobili di proprietà per rimborsare i finanziamenti ottenuti, creando una spirale debito-deflazione che potrebbe peggiorare ulteriormente il leverage ratio delle famiglie.

annuo nel periodo che va dal 1970 al 2003 (Tsatsaronis e Zhu, 2004). Ne discende che, impiegando una misura degli *asset* di una famiglia congiuntamente ai debiti della stessa, si ottiene che il leverage non è aumentato in maniera particolarmente sensibile negli ultimi due decenni, con una crescita di circa 5 punti percentuali dal 1988 al 2003 (Debelle, 2004).

### *1.2.3. Situazioni di dissesto finanziario: drammatico aumento*

Sebbene gran parte dei soggetti indebitati siano in grado di far fronte alle loro obbligazioni finanziarie senza alcuna difficoltà, una piccola minoranza presenta difficoltà e ritardi nel rientro delle posizioni debitorie: più di un milione di adulti nel Regno Unito presenta attualmente ritardi nei pagamenti e altri due milioni sono costantemente in situazioni di difficoltà (Financial Services Authority, 2007). Il grado di tensione finanziaria delle famiglie britanniche è stato autorevolmente stimato da Kempson e Atkinson (2006), adottando un'analisi per *cluster* che ha consentito di segmentare la popolazione come riportato di seguito:

1. il 58% dei rispondenti all'indagine pare essere finanziariamente solido, senza alcun segno particolare di tensione finanziaria; in particolare tali soggetti (generalmente anziani e pensionati da un numero maggiore di anni), pur non presentando redditi particolarmente elevati, sono gravati da bassi livelli di prestiti non garantiti o mutui;
2. il 25% del campione è in grado di gestire ragionevolmente bene la propria situazione finanziaria, con bassi livelli di prestiti non garantiti ma più elevati fondi ottenuti tramite mutui. Si tratta generalmente di coppie, di soggetti con elevate qualificazioni professionali, benestanti;
3. il 9% della popolazione britannica mostra segni di tensione finanziaria, ovvero costante scoperto di conto, elevati livelli di prestiti non garantiti e mutui, risparmi limitati che si associano peraltro a discreti livelli di reddito e alla percezione di un tenore di vita consono alle proprie disponibilità finanziarie;
4. il 6% dei soggetti indagati presenta bassi livelli di reddito, non è in grado di far fronte tempestivamente ai propri impegni e ricorre solo limitatamente a prestiti non garantiti o a mutui a causa dell'impossibilità di accedere ai finanziamenti stessi (in sostanza, dati i loro livelli di reddito, tali soggetti non posseggono i requisiti di solvibilità necessari). In questo segmento, il 60% dei soggetti vive in una famiglia senza alcun lavoratore a tempo pieno o parziale e con i più bassi livelli di istruzione registrati nei cinque gruppi; una percentuale elevata nel gruppo è anche quella delle famiglie monoparentali e delle famiglie che vivono in alloggi pubblici;
5. il 2% della popolazione si trova in una vera e propria situazione di sovraindebitamento, con una quota rilevante di prestiti non garantiti e mutui rispetto al reddito percepito e un livello molto basso di risparmi e investimenti. Preme precisare che gran parte di tali soggetti si descrive

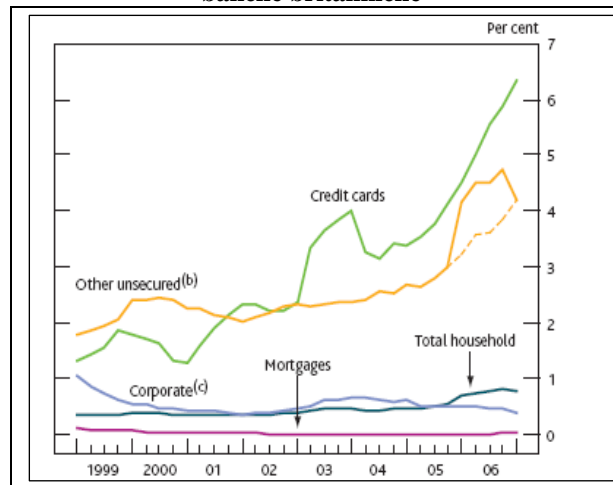
come consumatore (e non come risparmiatore): ovvero si tratta di soggetti tipicamente propensi all'acquisto impulsivo, con preferenze per l'acquisto a credito piuttosto che per l'attesa dell'accumulazione della disponibilità delle somme necessarie e con un'inclinazione all'utilizzo costante di credito tramite carte piuttosto che alla riduzione degli acquisti. In generale si tratta dei soggetti più giovani all'interno dei 5 gruppi (il 75% ha infatti meno di 40 anni) e generalmente costituiti in famiglie con figli a carico.

Ne discende che la dimensione dell'indebitamento non è necessariamente fonte - di per sé stessa - di preoccupazioni in merito alla capacità dei prenditori di fondi di essere solventi. Ciò nondimeno vi è un piccolo, ma crescente, numero di soggetti che mostrano segni di insolvenza, soprattutto sui prestiti non garantiti, nonostante l'attuale presenza di condizioni economiche favorevoli. In tal senso le preoccupazioni maggiori si associano ai prestiti non garantiti.

Basti pensare che, come evidenziato nella figura 1.4, per carte di credito e altri prestiti non garantiti i tassi annuali di *write-off* (ovvero la rimozione del prestito dall'attivo del bilancio dell'intermediario che lo ha concesso) hanno raggiunto rispettivamente il 6,3% e il 4,2% nel 2006, mentre per i prestiti garantiti (che si ricorda rappresentano l'88% dell'esposizione complessiva del settore bancario verso le famiglie) i tassi di *write-off* sono rimasti estremamente bassi ad un livello dello 0,33% (Bank of England, 2007). Sebbene l'incidenza delle situazioni di insolvenza appaia ancora complessivamente contenuta (posto che interessa lo 0,31% della popolazione adulta britannica di età 16-64 anni, e lo 0,42% dei lavoratori), la vera preoccupazione si associa agli insostenibili livelli di crescita delle insolvenze sui prestiti non garantiti (Green, 2007).

Un ulteriore segnale della presenza di situazioni di tensione finanziaria, spesso qualificato come la fase antecedente ad una situazione di dissesto finanziario, è quello dei ritardi nei pagamenti delle utenze o di altre obbligazioni finanziarie (relative primariamente al credito al consumo). E' assolutamente condivisibile infatti l'interpretazione secondo cui il primo stadio di una situazione di indebitamento si ha allorché si verificano ritardi in tali pagamenti. A tale proposito si rileva che già nel 2002 ben il 22% delle famiglie britanniche presentava situazioni di ritardo nell'assolvere ai propri impegni finanziari, con un ammontare medio delle somme coinvolte pari a £ 300 (Kempson et al., 2004).

**Figura 1.3 - Tassi di write off delle principali banche britanniche**



Fonte: Bank of England (2007), p. 28

In merito alle possibili soluzioni alle situazioni di insolvenza, il dato più preoccupante emerso nel 2006 appare l'aumento delle situazioni di dissesto finanziario nel segmento del settore famiglie (Bank of England, 2007): in tale anno si osserva infatti un picco, con 100.000 individui entrati in uno stato di bancarotta o entrati in un cosiddetto IVA (Individual Voluntary Arrangement<sup>4</sup>).

L'incremento rispetto al 2005 si è attestato a circa il 55% in termini di bancarotta e addirittura al 118% in termini di IVA (Financial Services Authority, 2007). Una menzione particolare merita la crescita sostanziale del ricorso al cosiddetto IVA<sup>5</sup>, che si qualifica come uno strumento appropriato se il debitore dispone mensilmente di una quantità di risorse finanziarie sufficienti per far fronte al rimborso del debito: in sostanza, un tipico cliente IVA è rappresentato da un lavoratore dipendente che ha contratto finanziamenti superiori alla propria capacità di rimborso. Basti ricordare che nel 2005 l'83% dei debitori entrati in IVA ha addotto come motivazione del ricorso a tale accordo un eccesso di spese rispetto al reddito, piuttosto che la perdita inattesa

<sup>4</sup> Un Individual Voluntary Agreement (IVA) è un accordo legale vincolante tra un debitore e il suo creditore il cui scopo è di evitare la situazione di bancarotta del debitore e di raggiungere un compromesso che consenta al debitore di procedere al rimborso di una percentuale del valore del debito su un periodo pari alla durata dell'IVA, generalmente 5 anni. Tale accordo è posto in essere sotto la sorveglianza di un cosiddetto *insolvency practitioner*. Al termine dell'IVA la parte residua di debito non rimborsata è cancellata. Si noti che tale compromesso è inteso a offrire al creditore il rimborso di una percentuale superiore del debito rispetto a quanto accadrebbe in caso di dichiarazione di bancarotta del debitore.

<sup>5</sup> Esistono tuttavia dei limiti fisiologici all'espansione del mercato degli IVA per due ordini di ragioni. Da un lato, gli *insolvency practitioners* operanti in Inghilterra e Galles sono circa 1600; e, dall'altro, gli stessi intermediari finanziari presentano dei limiti alla loro capacità di gestione con un aumento dei tempi medi di risposta all'apertura di una pratica IVA. A ciò si aggiunga che molti intermediari hanno aumentato il tasso soglia di accettazione di un IVA al 45% del debito dovuto, tasso questo più elevato del tasso medio di rientro compreso tra il 36% ed il 41% (PricewaterhouseCoopers, 2006).

di reddito (PricewaterhouseCoopers, 2006). Si noti peraltro che nonostante il numero di dichiarazioni di bancarotta sia cresciuto, la gran parte delle famiglie (88%) considera lo stato di bancarotta come ultima istanza, ovvero non lo considererebbe in nessuna circostanza (Bank of England, 2006b); solo una piccola frazione (7%) lo ritiene un'opzione praticabile. E' bene precisare peraltro che vi sono delle preoccupazioni nel Regno Unito con riferimento alle modalità con cui gli IVA sono commercializzati, ovvero alla ravvisata prassi di incoraggiare i debitori ad entrare in un IVA anche quando questa non pare essere la soluzione più adatta (Financial Services Authority, 2007). A tal fine la British Bankers' Association (BBA) e i rappresentanti del settore IVA hanno intrapreso dal dicembre 2006 un'attività volta alla specificazione di standard per la regolamentazione delle modalità di commercializzazione di tali servizi nell'ambito del credito responsabile.

Spostando l'attenzione sul lato dell'offerta di credito, si rileva che le sensibili perdite registrate dalle banche britanniche a causa delle insolvenze del settore delle famiglie sono ad oggi confinate al segmento dei prestiti non garantiti e non si ravvisano segni di contagio verso altri segmenti. Come ben evidenziato dalla Bank of England (2007), parte di tale aumento trova una spiegazione nel comportamento degli intermediari, che nel 2003 e 2004, al fine di fronteggiare le pesanti pressioni competitive e mantenere quote di mercato, hanno fortemente allentato gli standard richiesti per la concessione di credito.

L'implicazione per le banche in termini di *risk management* della crescita dei prestiti non garantiti si sostanzia in un aumento della complessità gestionale, posto che molte caratteristiche dei prestiti non garantiti (*loss given default*<sup>6</sup>, *draw-down behaviour*<sup>7</sup> e *pricing*) sono profondamente diverse da quelle dei prestiti garantiti. A titolo di esempio basti pensare alle performance negative registrate dalle banche sui tassi sugli scoperti di conto per ritardi nei pagamenti con carte di credito. La risposta degli intermediari è stata una contrazione nella concessione di prestiti non garantiti, un inasprimento degli *standard* per la concessione, e un taglio ai limiti di credito concessi ai prenditori fortemente indebitati. (Tutto ciò si noti ha contribuito a intensificare i casi di *default*, in quanto ha reso più difficoltoso per i prenditori di fondi esercitare il cosiddetto *roll-over* nei prestiti). Inoltre, le banche hanno intrapreso e continuato il processo di miglioramento della quantità e qualità delle informazioni condivise: già dal 2005 una buona parte delle banche britanniche condivide informazioni sui prestiti concessi, sui pagamenti e sui ritardi, e in alcuni casi anche sui depositi (sebbene preoccupazioni di natura concorrenziale non abbiano reso il processo universale); dal 2007 si è giunti persino all'introduzione nei modelli per la valutazione del rischio di credito dei

---

<sup>6</sup> Il riferimento è alla parte dell'esposizione dell'intermediario al rischio di controparte (cosiddetta *exposure at default*) che non può essere recuperata in seguito al verificarsi dell'evento di *default*. E' una misura influenzata dal grado di copertura del finanziamento, dall'efficacia del processo di recupero del credito e dalla specifica fase del ciclo economico.

<sup>7</sup> Identifica il comportamento tenuto dai prestiti non garantiti nel declino rispetto ad un valore di picco storico. Si tratta in sostanza di una misura di rischio di tale forma di finanziamento.

cosiddetti “dati positivi” - ovvero informazioni sulla situazione finanziaria di tutti gli individui, quali ad esempio l’esposizione debitoria complessiva e le modalità di rientro.

#### 1.2.4. Il mercato dei sub-prime

L’indebitamento presso banche e altri intermediari è cresciuto più rapidamente dell’indebitamento contratto presso le sole grandi banche del Regno Unito. Ne consegue che lo *specialist mortgage lending* (che comprende *sub-prime* e *buy to let*), i rischi del quale sono stati sottolineati dai recenti drammatici problemi nel mercato statunitense, ha registrato una crescita addirittura superiore a quella del segmento dei mutui tradizionali nel Regno Unito.

Con riferimento ai mutui *sub-prime*, emerge innanzitutto che nel Regno Unito non vi è una definizione univoca del fenomeno: il termine si riferisce infatti a mutui concessi in condizioni avverse, inclusi i prestiti erogati a soggetti che hanno sperimentato recenti e materiali difficoltà creditorie. In via sostanziale si osserva peraltro che nel Regno Unito i volumi dei prestiti *sub-prime* rappresentano una proporzione inferiore dei prestiti totali rispetto agli Stati Uniti, e che gli standard per la sottoscrizione sono rimasti più stringenti. L’esposizione delle principali banche britanniche ai prestiti *sub-prime* è attualmente modesta, in quanto l’attività rimane dominata dagli *specialist*.

E’ interessante notare che nel Regno Unito più del *sub-prime* è elevata la partecipazione delle banche al segmento *buy-to-let*, ovvero del mercato dei mutui specificamente pensati per soggetti che intendono investire nel mercato immobiliare, mediante l’acquisto di più unità immobiliari da destinare alla locazione.

Un’ulteriore tendenza in atto nelle banche britanniche negli ultimi cinque anni si ravvisa nell’aumento del disavanzo di intermediazione<sup>8</sup>, pari al 23% dei prestiti concessi alla clientela nel 2006 (Bank of England, 2007). Tale incremento nel disavanzo di intermediazione indica un aumento del ricorso alla raccolta all’ingrosso, per definizione non solo più onerosa della raccolta al dettaglio ma anche meno stabile e più sensibile ai mutamenti nelle condizioni di mercato. Si noti inoltre che il disavanzo di intermediazione è stato progressivamente sempre più finanziato mediante la cosiddetta *securitisation* (cartolarizzazione di crediti)<sup>9</sup>, intesa a ridurre il disallineamento nelle scadenze di attivo e passivo degli intermediari. In tal senso può essere letto il recente dissesto della Northern Rock, il cui modello di business prevede la dipendenza

---

<sup>8</sup> Il disavanzo di intermediazione qualifica la differenza tra fondi raccolti dalla clientela e prestiti concessi alla clientela.

<sup>9</sup> Il termine indica il processo con cui le poste dell’attivo di una banca (primariamente mutui e finanziamenti) sono convertiti in titoli negoziabili che possono essere acquistati sia da banche commerciali sia da investitori non bancari. La conseguenza di natura gestionale derivante dall’attività di *securitisation* è che le istituzioni finanziarie – solite a detenere grossi quantitativi di mutui nei loro bilanci – godono ora della possibilità di focalizzare il loro business sulle fasi di *origination* e di *servicing*, cedendo ai mercati secondari la gestione delle esposizioni non desiderate.

non dai depositi ma dai mercati dei capitali per la raccolta di fondi, il che ha a sua volta determinato un'elevata vulnerabilità della banca alla crisi del settore *sub-prime* statunitense, di cui si dirà nel paragrafo 0.

### 1.3. Caratteristiche delle famiglie indebitate e in situazioni di ritardo nei pagamenti

Al fine di identificare la natura e l'articolazione del debito delle famiglie non pare sufficiente fermarsi all'analisi dell'ammontare dell'indebitamento per famiglia, della composizione dello stesso e dell'evoluzione del fenomeno nel tempo (come fatto nel precedente paragrafo), ma sembra essenziale muovere alla risposta di quanto segue:

- Quali sono le caratteristiche delle famiglie indebitate, con particolare riferimento ai prestiti non garantiti? In che misura l'indebitamento è generato dalla povertà delle famiglie?
- In che misura l'indebitamento è dovuto al ricorso al credito, all'accesso ai servizi bancari, e al supporto da parte della famiglia allargata?
- Qual è la relazione tra ammontare dell'indebitamento e livello di reddito?
- Quali sono le caratteristiche delle famiglie in situazioni di insolvenza o di ritardo nei pagamenti?
- In che modo il cambiamento di alcune circostanze (come ad esempio, la perdita del posto di lavoro o la composizione del nucleo familiare) impatta sul livello di indebitamento di una famiglia?
- Che tipo di dinamiche si osservano nel tempo in termini importanza relativa delle diverse cause delle situazioni di insolvenza?

A tali domande si tenterà di dare una risposta nei paragrafi che seguono con specifico riferimento al Regno Unito.

#### 1.3.1. Famiglie indebitate

Pare innanzitutto necessario delineare un quadro delle caratteristiche delle famiglie britanniche che ricorrono all'indebitamento nella forma dei prestiti non garantiti (Kempson, 2002), posto che è proprio con riferimento a questa categoria di prestiti che si è osservata negli ultimi anni la crescita maggiore e la maggiore problematicità in termini di capacità di rientro. I fattori che meglio descrivono i tratti di una famiglia che ricorre a prestiti non garantiti sono i seguenti, come sinteticamente riassunti nella Tavola 1.1:



- Livello del reddito: non vi è una relazione tra il livello dell'indebitamento e il livello del reddito di una famiglia, nonostante il ricorso a finanziamenti non garantiti tenda ad aumentare con l'instabilità del reddito;
- Età anagrafica: il più elevato ricorso all'indebitamento riguarda i nuclei familiari con capofamiglia ventenni (il 68% di essi detiene 2,6 obbligazioni finanziarie), i capofamiglia trentenni e quarantenni ricorrono al credito in misura solo lievemente minore, mentre l'indebitamento si riduce sensibilmente in corrispondenza dei successivi scaglioni anagrafici (ossia capifamiglia cinquantenni e sessantenni);
- Figli a carico: le famiglie con figli a carico ricorrono maggiormente all'indebitamento, specialmente nel caso di famiglie monoparentali (il 74% di esse presenta 2,2 obbligazioni finanziarie). L'arrivo di un nuovo figlio rappresenta la causa principale di incremento del ricorso al credito. In sostanza il credito è utilizzato in via prevalente quando gli individui "mettono su casa" e quando hanno bambini piccoli;
- Situazione lavorativa: i soggetti con un lavoro tendono ad essere più inclini (anche per ragioni di offerta da parte degli intermediari) al ricorso all'indebitamento rispetto ai soggetti disoccupati. Dall'altro lato i pensionati o i soggetti disabili o malati tendono ad usare l'indebitamento meno frequentemente (anche qui presumibilmente per ragioni di accesso).

**Tavola 1.1 - Caratteristiche delle famiglie britanniche che ricorrono a Prestiti non garantiti (%)**

<b>Caratteristica</b>	<b>% delle famiglie con prestiti</b>	<b>Numero medio dei finanziamenti detenuti</b>
Età anagrafica		
20-29	68	2,6
30-39	62	2,4
40-49	62	2,4
50-59	46	1,8
60 e oltre	23	1,5
Tipo di famiglia		
Single pensionato	15	1,5
Coppia di pensionati	28	1,5
Single non pensionato	47	2,0
Coppia di non pensionati	53	2,2
Famiglia monoparentale	74	2,2
Famiglia con coppia di genitori	66	2,5
Altro	49	1,9
Cambiamenti nella situazione familiare negli ultimi 12 mesi		
Nascita di un figlio	64	2,1
Altri cambiamenti	58	2,2
Nessun cambiamento	44	2,1
Situazione lavorativa del capofamiglia		
Lavoro a tempo pieno	58	2,4
Lavoro a tempo parziale	61	2,1
Disoccupato	55	2,0
Pensionato	21	1,5
Reddito lordo familiare (non pensionati)		
Inferiore a £5.000	61	2,3
£5.000 - £7.499	57	2,8
£7.500 - £9.999	59	2,0
£10.000 - £14.999	65	1,9
£15.000 - £24.999	59	2,7
£25.000 - £34.999	66	2,3
£35.000 e oltre	58	2,1
Reddito lordo familiare (pensionati)		
Inferiore a £5.000	18	1,4
£5.000 - £7.499	23	1,3
£7.500 - £9.999	20	1,9
£10.000 - £14.999	22	1,5
£15.000 e oltre	30	1,1
Variazioni del reddito negli ultimi 12 mesi		
Riduzione	55	2,2
Incremento	52	2,2
Sia riduzione sia incremento	74	2,7
Nessuna variazione	36	2,0

Fonte: adattato da: Kempson et al. (2002), p.11

### 1.3.2. Famiglie in ritardo nei pagamenti

La condizione di indebitamento per un famiglia non si traduce peraltro in difficoltà finanziarie; il primo segnale di difficoltà è invece ravvisabile nei ritardi dei pagamenti delle utenze o di altre obbligazioni finanziarie (tra cui in primo luogo le obbligazioni legate al credito al consumo). Emerge pertanto la necessità di delineare le caratteristiche delle famiglie britanniche maggiormente interessate da situazioni di ritardo nel pagamento delle loro obbligazioni finanziarie (Kempson et al., 2004), che possono essere sinteticamente riassunte come segue (si rimanda in proposito alla Tavola 1.2):

- **Riduzione nel livello di reddito:** le famiglie che hanno sperimentato una riduzione nel livello di reddito nel corso dei precedenti 12 mesi sono interessate da situazioni di ritardo nel doppio dei casi rispetto alle famiglie il cui reddito è rimasto stabile o è aumentato. E' estremamente importante sottolineare che la riduzione nel livello di reddito pare essere una condizione più rilevante nella determinazione di ritardi rispetto alla presenza di un basso livello di reddito. Infatti, come già documentato da McKay e Colland, (2004), la frequenza dei casi di ritardo è maggiore nelle famiglie britanniche con redditi annuali medio-bassi (compresi tra £7.500 e £15.000), rispetto alle famiglie con il livello minimo di reddito (meno di £7.500 all'anno). Si noti altresì che le situazioni di ritardo si riducono all'aumentare del livello del reddito sopra i £15.000 annuali, tanto che solo l'11% delle famiglie con un reddito superiore ai £35.000 annuali si trova in condizioni di ritardo nei pagamenti. E' anche interessante notare che vi è un'elevata differenza tra i ritardi nei pagamenti delle utenze che diminuiscono gradualmente all'aumentare del reddito, e i ritardi nel rientro del credito al consumo che invece diminuiscono in maniera molto marcata solo per i soggetti con reddito superiore a £35.000 annuali: ciò implica che per le famiglie più povere i ritardi interessavano maggiormente i pagamenti delle utenze rispetto al credito al consumo, mentre per le famiglie con un reddito compreso tra £25.000 e £35.000 annuali si osserva la situazione opposta. In sintesi, il fatto che le famiglie con redditi medi ricorrano al credito per finanziare un più elevato tenore di vita rispetto a quello effettivamente possibile costituisce la spiegazione principale dei loro ritardi nei pagamenti;
- **Giovane età anagrafica:** i nuclei il cui capofamiglia ha tra i venti e i trenta anni presentano rischi maggiori di incorrere in situazioni di ritardo (22% con riferimento alle utenze, 25% con riferimento al credito al consumo). All'aumentare dell'età anagrafica dei soggetti, le situazioni di ritardo nel pagamento delle utenze si riducono gradualmente, mentre le situazioni di ritardo relative al credito al consumo si abbattano in maniera più marcata;
- **Figli a carico:** il 31% delle famiglie con figli presenta difficoltà finanziarie (rispetto al 20% delle famiglie senza figli a carico) e di queste il 75% si trova in situazioni di ritardo nel pagamento di una o più delle loro

obbligazioni finanziarie. Inoltre, all'aumentare del numero di figli aumentano le difficoltà finanziarie: le famiglie con tre o più figli presentano maggiori probabilità di trovarsi in situazioni di ritardo rispetto alla famiglie con meno componenti. Si noti altresì che tra le famiglie con figli, le famiglie monoparentali presentano maggiori rischi di ritardo. Infine, le famiglie con capofamiglia disoccupato presentano il doppio della probabilità di trovarsi in situazioni di ritardo rispetto al caso in cui il capofamiglia sia un lavoratore a tempo pieno (rispettivamente 16% e 32%);

- Casa in locazione: le famiglie in affitto piuttosto che con abitazione di proprietà sono più frequentemente interessate da situazioni di ritardo (36% rispetto al 15%), con particolare riguardo al pagamento delle utenze. Infatti mentre per i soggetti con casa di proprietà la probabilità di trovarsi in situazioni di ritardo è la stessa per credito al consumo e pagamento di utenze (rispettivamente 8% e 9%), per i soggetti in affitto la probabilità di ritardi per il pagamento di utenze è superiore a quella relativa al credito al consumo (18% contro 28%);
- Esistenza di obbligazioni finanziarie multiple: la detenzione di un finanziamento raddoppia il rischio di ritardi rispetto alla situazione di assenza di finanziamenti, di due finanziamenti lo triplica, e di tre o più finanziamenti lo moltiplica di 5 volte (dall'8% al 38%). Sebbene l'effetto sia maggiore sui ritardi relativi al credito al consumo, l'uso di carte di credito aumenta la probabilità che una famiglia si venga a trovare in situazioni di ritardo nel pagamento delle utenze. A tale proposito rileva notare che i tassi applicati dagli intermediari sui ritardi nei rimborsi relativi ai prestiti concessi nel periodo 2004-2006 sono stati relativamente bassi (Bank of England, 2007);
- Mancanza di un conto corrente per la gestione del risparmio, generalmente riconosciuta come un indicatore di esclusione finanziaria. Le famiglie senza un conto corrente di corrispondenza si trovano nel 33% dei casi in situazioni di ritardo nei pagamenti, contro il 20% in presenza di un conto corrente. Due possono essere le spiegazioni di tale dato. Da un lato, potrebbe essere che le famiglie con un conto corrente pagano le loro obbligazioni periodiche con l'addebito diretto in conto corrente (il che riduce la possibilità di ritardi) piuttosto che in contanti, come avviene per coloro i quali non detengono alcun conto. Dall'altro, i nuclei senza conto corrente potrebbero prevalentemente appartenere al gruppo delle famiglie povere; pertanto sarebbe il basso reddito (e non l'assenza di un conto corrente) la ragione della maggiore presenza di ritardi nei pagamenti. Si noti, infine, che il supporto finanziario della famiglia allargata si dimostra importante nel prevenire l'incremento delle situazioni di ritardo ma non nel prevenire le stesse.

**Tavola 1.2 - Caratteristiche delle famiglie britanniche con ritardi nei pagamenti (%)**

<b>Caratteristica</b>	<b>Casi di ritardo nei pagamenti</b>	<b>Credito al consumo</b>	<b>Pagamento delle utenze</b>
Famiglie con figli a carico	21	11	15
Famiglie monogenitoriali	36	18	28
Famiglie con due genitori	17	9	12
Età del capofamiglia			
20-29	35	22	25
30-39	20	8	15
40 e oltre	17	8	11
Situazione lavorativa del capofamiglia			
Lavoro a tempo pieno	16	7	11
Lavoro a tempo parziale	33	13	28
Disoccupato	32	19	21
Reddito lordo familiare			
Inferiore a £7.499	26	14	20
£7.500-£14.999	34	14	26
£15.000-£24.999	21	11	14
£25.000-£34.999	18	15	8
Superiore a £35.000	11	5	6
Variazione del reddito negli ultimi 12 mesi			
Riduzione	35	17	25
Aumento	19	9	12
Nessuna variazione	17	9	12
Casa			
Di proprietà	15	8	9
In affitto	36	18	28
Disponibilità di un conto corrente			
Sì, disponibilità conto	20	11	13
Nessun conto	33	12	29
Numero dei finanziamenti			
0	8	-	8
1	17	7	13
2	29	11	20
3 o più	38	27	23

*Fonte: adattato da: Kempson et al. (2004), p.19*

#### 1.4. Cause del sovraindebitamento e delle situazioni di difficoltà finanziaria

Le cause sottostanti l'andamento del mercato dei prestiti (siano essi garantiti o non garantiti) – e la conseguente situazione di sovraindebitamento delle famiglie britanniche - sono primariamente riconducibili all'espansione del mercato immobiliare, alle favorevoli condizioni praticate dai datori di fondi in termini di tassi di interesse, nonché a un quadro macroeconomico stabile e

forte (con i più bassi livelli del tasso di disoccupazione registrati dagli anni Settanta e bassi tassi di inflazione). A loro volta tali fenomeni sono stati rafforzati da processi di liberalizzazione finanziaria e dalle sensibili innovazioni dei prodotti finanziari introdotte dagli intermediari che hanno determinato un allargamento della base di fruitori di finanziamento, spesso però caratterizzati da insoddisfacenti livelli di merito di credito. A ciò si associa inoltre un'insufficiente educazione finanziaria delle famiglie rispetto alla maggiore complessità sia dei prodotti di finanziamento cui le stesse ricorrono, sia della pianificazione finanziaria che devono porre in essere per evitare situazioni di insolvenza o di ritardo nei pagamenti.

Ne è disceso che nel Regno Unito da un lato l'espansione del mercato immobiliare e le favorevoli condizioni per la concessione dei finanziamenti hanno determinato una crescita della domanda di mutui, dall'altro il favorevole quadro macroeconomico ha generato un aumento della propensione al consumo delle famiglie. In sintesi, le cause del sovraindebitamento delle famiglie pare possano essere ricondotte ai seguenti ordini di fenomeni:

- le favorevoli condizioni di finanziamento;
- l'aumento nei prezzi degli immobili;
- le innovazioni introdotte dagli intermediari nei prodotti di finanziamento e l'allargamento della base di prenditori di fondi;
- le favorevoli condizioni macroeconomiche (crescita stabile, riduzione tassi di disoccupazione e crescita salariale);
- l'insufficiente educazione finanziaria delle famiglie rispetto alla crescente complessità finanziaria.

Nel seguito si dirà dapprima delle cause del sovraindebitamento e successivamente delle cause delle situazioni di insolvenza e di ritardo nei pagamenti.

#### *1.4.1. Favorevoli condizioni di finanziamento*

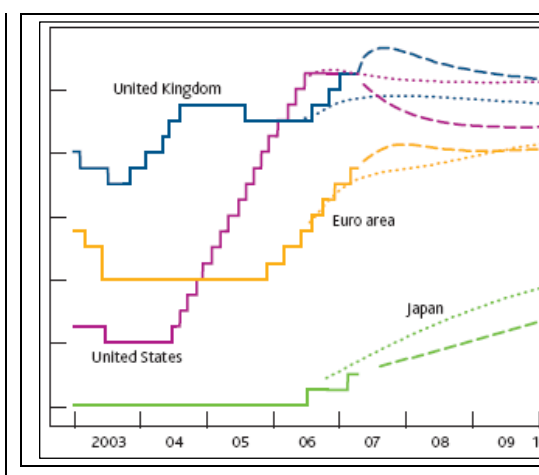
Bassi tassi di interesse – che qualificano essenzialmente la presenza di favorevoli condizioni di finanziamento – hanno caratterizzato i mercati internazionali sino al 2005, per conoscere successivamente negli ultimi due anni spinte alla crescita, come documentato nella figura 1.6.

E' bene da subito precisare che nel Regno Unito, seppure in una condizione di bassi tassi, nel 2003 e 2004 il livello medio dei tassi di mercato si attestava ben al di sopra degli Stati Uniti, ove i tassi hanno toccato in quel periodo il più basso livello degli ultimi 40 anni: come evidenziato da Bank of England (2004), infatti, il tasso registrato nel Regno Unito si attestava 3,5% contro l'1% degli Stati Uniti. Per contro nel Regno Unito i tassi hanno cominciato a crescere dalla seconda metà del 2003, mentre negli Stati Uniti dalla seconda metà del 2004. Ad inizio 2005, nonostante i primi segnali di crescita nei tassi, si osservano favorevoli condizioni di finanziamento a livello internazionale -

specialmente negli Stati Uniti e nell'area Euro ove i tassi di interesse si sono attestati al 2%, a fronte di tassi nel Regno Unito nell'ordine del 4,75% (Bank of England, 2005). Nel corso del 2005 e dei primi 6 mesi del 2006 le condizioni di finanziamento hanno continuato a rendersi più stringenti a livello internazionale (Bank of England 2006): negli Stati Uniti i tassi di mercato sono stati aumentati per ben 5 volte di 25 *basis points* a partire dal dicembre 2005 e nell'area Euro si sono registrati per tre volte aumenti di 25 *basis points*. Al contrario, nel medesimo periodo, nel Regno Unito i tassi si sono mantenuti invariati. Si noti che i tassi hanno continuato ad aumentare nell'area Euro e in Giappone, ma sono rimasti invariati negli Stati Uniti (Bank of England, 2007).

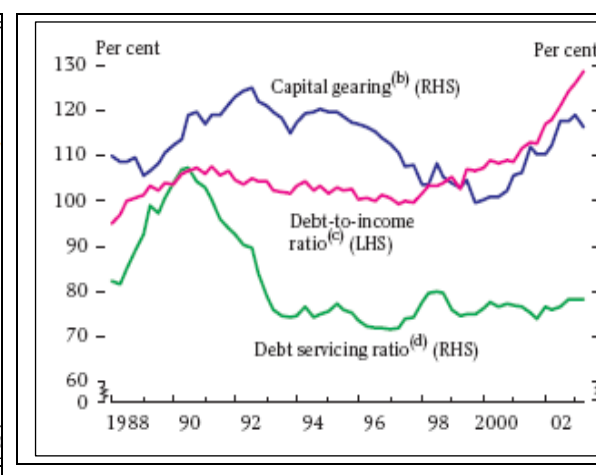
In particolare, Bank of England ha aumentato i tassi dal 4,5% al 5% nel 2006 e di un ulteriore 0,25% nel gennaio 2007 (portando il tasso al 5,25%). In ottica previsionale (tassi *forward*), i mercati si attendono un livello dei tassi a breve termine lievemente più elevato nel Regno Unito rispetto agli Stati Uniti, che a loro volta si collocano ad un livello più elevato dell'area Euro.

**Figura 1.4 - Tassi di interesse ufficiali e forward**



Fonte: Bank of England (2007), p. 12

**Figura 1.5 - Costo dell'indebitamento e livello di indebitamento delle famiglie nel Regno Unito**



Fonte: Bank of England (2003), p. 11

La situazione di bassi tassi di interesse ha determinato la citata espansione della domanda di prestiti (sia per l'acquisto di immobili sia per il finanziamento del consumo), tanto che i livelli dell'indebitamento in rapporto al reddito sono andati considerevolmente aumentando sino a raggiungere i più elevati livelli storicamente registrati, come documentato nella figura 1.5 (Bank of England, 2003). Tale crescita del livello di indebitamento non si è peraltro accompagnata ad un aumento del costo del finanziamento in rapporto al reddito familiare, come indica il livello sostanzialmente costante del cosiddetto *debt serving ratio*: ancora una volta ciò è stato in larga parte possibile grazie alla riduzione nei tassi di interesse medi effettivi.

Inoltre, il fatto che i tassi di interesse si siano attestati a bassi livelli per un periodo di tempo prolungato ha anche indotto una parte dei consumatori a ritenere che l'offerta di finanziamento a basso costo e prontamente disponibile fosse destinata a restare una caratteristica permanente del mercato (Financial Services Authority, 2007), tanto che le aspettative delle famiglie in termini di crescita futura del reddito e capacità di rimborsare i finanziamenti ottenuti potrebbero rivelarsi illusoriamente ottimistiche. Se, da un lato, ciò ha contribuito a facilitare la crescita del mercato dei mutui e del credito al consumo; dall'altro ha contribuito a diminuire la percezione dell'importanza del risparmio, tanto che molti consumatori – specialmente se di giovane età – oggi sono caratterizzati dall'attitudine del “vivere alla giornata”.

Al contrario, i recenti aumenti nei tassi di interesse di mercato, determinando conseguenze sui tassi di interesse praticati sui finanziamenti, sono fonte sia di una contrazione nel livello dei nuovi finanziamenti richiesti dalle famiglie sia una diminuzione della capacità dei debitori di rimborsare le loro obbligazioni, specialmente nei casi in cui il finanziamento sia concesso a tassi variabili.

#### *1.4.2. Andamento del mercato immobiliare*

Per rigore di metodo è essenziale precisare da subito che la relazione tra i prezzi degli immobili e la struttura/entità del mercato dei prestiti garantiti è circolare (Tsatsaronis e Zhu, 2004). Da un lato, dato che l'acquisto di una casa richiede generalmente un finanziamento esterno, la disponibilità e il costo dei finanziamenti nonché le condizioni alle quali gli stessi sono concessi giocano un ruolo determinante nel delinearci delle dinamiche di prezzo degli immobili.

Dall'altro, l'adempimento delle obbligazioni finanziarie risultanti dall'accensione di un mutuo, determinato in parte dalle dinamiche dei prezzi delle case, ha un impatto rilevante sulla redditività e solvibilità degli intermediari finanziari nonché sulla loro capacità e propensione all'estensione del credito.

Posta questa essenziale premessa, si delinea una dinamica complessa del mercato degli immobili nel Regno Unito, che manifesta dapprima una fase di espansione fino al 2006, cui si contrappone successivamente un raffreddamento nel 2007. A luglio 2007 infatti l'agenzia di *rating* Fitch ha giudicato il mercato immobiliare degli UK sopravvalutato del 20% rispetto ai prezzi medi di lungo periodo. Il recente raffreddamento del mercato immobiliare produce effetti di breve termine sui consumi e sulla redditività e solidità patrimoniale degli intermediari non ancora così drammatici come temuto da molti osservatori (Schich e Ahn, 2007). Seppure in presenza di una vulnerabilità di alcuni gruppi di famiglie, il settore nel suo complesso non pare esposto a grossi rischi di instabilità finanziaria generale nel breve termine. Ciò nonostante, la situazione dei bilanci delle famiglie pare poter essere fonte di problemi nel medio-lungo periodo: le famiglie paiono infatti inclini a contrarre livelli di indebitamento eccessivi, non solo a causa di una sovrastima della crescita futura del loro



reddito, ma anche per effetto di una sottostima dei rischi di lungo periodo associati all'indebitamento. Nella misura in cui gli individui percepiscono nel breve periodo rischi sostanzialmente limitati con riferimento al mercato dei mutui, essi possono essere indotti a proiettare - erroneamente - nel futuro le favorevoli condizioni correnti e a sottostimare i rischi di lungo periodo: in breve, le famiglie possono essere indotte a scegliere dei comportamenti di consumo e di investimento non sostenibili nel lungo termine (Schich e Ahn, 2007).

Muovendo ora l'attenzione all'espansione del mercato immobiliare intervenuta fino ad anni recenti, è chiaro che la stessa sia stata una fonte estremamente rilevante nel determinare l'aumento dell'indebitamento delle famiglie britanniche: l'aumento dei prestiti garantiti osservato nel Regno Unito negli ultimi anni è principalmente dovuto, da un lato, a un incremento nei prezzi degli immobili in rapporto al reddito individuale; e, dall'altro, ad un aumento nella percentuale di famiglie che vivono in abitazioni di proprietà (Bank of England, 2007). Negli anni che vanno dal 1970 al 2003, la crescita nel prezzo degli immobili è stata infatti particolarmente sostenuta nel Regno Unito, e ha sperimentato tassi di crescita superiori all'11% annuo (Tsatsaronis e Zhu, 2004): tale aumento nei prezzi degli immobili a partire dal 2000 è stato accompagnato da un aumento nel tasso di crescita dei prestiti garantiti e nel tasso di indebitamento rispetto al reddito (Hamilton, 2003). A ciò si aggiunga che l'incidenza percentuale delle abitazioni di proprietà sul totale del patrimonio familiare è stata pari al 46% nel 2004, a fronte del 33% nel 1999 (OECD, 2007): ciò ha fatto esplodere i tassi di crescita dell'indebitamento ed ha portato ad un aumento del citato tasso di indebitamento rispetto al reddito (Hamilton, 2003). Se ne deduce che una parte rilevante dell'aumento del tasso di indebitamento rispetto al reddito riflette un incremento nel numero delle famiglie indebitate, piuttosto che un aumento nell'ammontare dei finanziamenti contratti da ciascuna famiglia.

L'aumento nella percentuale di abitazioni di proprietà, che si è tradotto nella citata espansione della domanda di prestiti garantiti, è stato a sua volta determinato dal declino dei tassi di interesse nominali (di cui si è detto al paragrafo precedente), nonché da un più generale processo di deregolamentazione finanziaria che ha caratterizzato il Regno Unito a partire dagli anni ottanta (Debelle, 2004).

La situazione di tassi di interesse decrescenti, che si è manifestata negli ultimi anni, ha consentito di mantenere i costi del finanziamento nei limiti imposti dal livello di reddito del nucleo familiare e ha determinato un'espansione della domanda di prestiti per l'acquisto di immobili, considerata anche la prassi prevalente nel Regno Unito di concessione di mutui a tassi variabili (è bene richiamare la differenza con gli Stati Uniti, ove i prestiti garantiti sono primariamente concessi a tassi fissi). A ciò si aggiunga che la diffusione dei metodi di *credit scoring* e la standardizzazione dei contratti di mutuo, unitamente a una maggiore appetibilità degli strumenti negoziabili per gli investitori istituzionali, hanno determinato uno sviluppo della *securitisation* dei mutui stessi: tale pratica, sviluppatasi originariamente negli Stati Uniti

grazie al supporto di agenzie governative, è oggi giorno di estrema rilevanza anche nel Regno Unito. Parte dei vantaggi ottenuti dalla riduzione dei costi di origination e dall'aumentata liquidità dei mutui sono stati trasferiti ai risparmiatori nella forma di minori commissioni di negoziazione e maggiore flessibilità nei termini contrattuali; rilevano al riguardo le forme di *home equity withdrawal* (es. la stipula di mutui per valori superiori a quello dell'immobile, la ridefinizione dei mutui per aumentare il capitale preso a prestito, la stipulazione di mutui aggiuntivi e la vendita dell'abitazione) poste in essere al fine di trarre vantaggio dei bassi tassi di rifinanziamento e degli aumentati valori degli immobili. Infine, un aspetto rilevante da tenere in considerazione quale causa dell'entità dei prestiti garantiti erogati dalle banche è costituito dalle pratiche utilizzate con riferimento alle soglie prudenziali del livello massimo di finanziamento concesso rispetto al valore dell'immobile e ai metodi di valutazione degli immobili dati in garanzia. Basti osservare che metodi di valutazione basati sul valore di mercato dell'immobile, come prevalentemente impiegati nel Regno Unito, aumentano la sensibilità della disponibilità di credito alle condizioni di mercato, e contribuiscono a creare un momentum positivo nella domanda di finanziamenti.<sup>10</sup>

Il più generale processo di deregolamentazione del mercato dei prestiti ha consentito la rimozione di una serie di vincoli finalizzati al controllo dei prestiti al segmento *retail*. Tali controlli si sostanziano tipicamente in limiti all'ammontare e all'allocazione dei prestiti da parte di istituzioni finanziarie, alla destinazione dei finanziamenti erogati (possibilità solo di finanziamenti per l'acquisto di immobili residenziali, e non per il consumo), e alle tipologie di intermediari abilitati a partecipare al mercato dei mutui (con un'esclusiva concessa alle sole *building societies*<sup>11</sup>). Rilevano nondimeno i controlli sui tassi di interesse praticati su finanziamenti e depositi, che diminuivano la capacità degli intermediari nel processo di intermediazione. In particolare, come ben compendato in Girouard e Blöndal (2001), gli atti che hanno portato all'eliminazione dei citati vincoli si riassumono sinteticamente in quanto segue:

1. Rimozione dei controlli sul credito (posta in essere nel 1980) che ha aperto la strada all'entrata delle banche nel mercato dei mutui;
2. Concessione alle banche dell'autorizzazione a competere con le *building societies* nel mercato dei mutui per l'acquisto di immobili (attuata nel 1981) che ha portato alla rottura del cartello tra le *building societies* con riferimento ai tassi di interesse praticati alla clientela;

---

<sup>10</sup> Al contrario metodi di valutazione dell'immobile dato in garanzia basati sui prezzi storici intrudono un ritardo temporale rispetto alle tendenze correnti del mercato, determinando un effetto anticiclico sulla disponibilità di credito.

<sup>11</sup> Le *building societies* (equivalenti alla forma organizzativa statunitense nota come *saving and loan association*) sono state originariamente introdotte nel circuito dell'intermediazione britannico con la sola finalità di concedere mutui alla clientela. Il processo di deregolamentazione intervenuto ha però consentito alle *building societies* di espandere le loro attività nel cosiddetto *traditional banking*, ponendole ora in diretta competizione con le banche commerciali.

3. Estensione delle attività di prestito esercitabili dalle *building societies* (realizzata nel 1986);
4. Rimozione delle linee guida nella concessione di prestiti (anch'essa posta in essere nel 1986) che si è concretizzata nel superamento del divieto di concedere mutui per il finanziamento di spese diverse correnti.

Le conseguenze di tali trasformazioni si sono materializzate nella riduzione al 60% della quota di mercato nel segmento mutui delle *building societies* (rispetto all'80% registrato all'inizio degli anni ottanta). Ciò si è tradotto in un'accresciuta pressione concorrenziale, che ha indotto gli intermediari prestatori di fondi a ridurre i requisiti per la concessione di credito; basti pensare che il rapporto debito concesso/valore dell'immobile si è innalzato dallo 0,60 della fine degli anni Settanta allo 0,72 degli anni Novanta.

#### 1.4.3. Innovazione finanziaria

Il più ampio ricorso all'indebitamento da parte delle famiglie è stato facilitato anche dai fenomeni di innovazione di prodotto, che a loro volta sono stati incentivati dalle pressioni concorrenziali tra gli intermediari datori di fondi, di cui si è detto al paragrafo precedente (Schich e Ahn, 2007). Il prodotto bancario di finanziamento per eccellenza – il mutuo – che tradizionalmente era offerto principalmente o esclusivamente a prenditori in situazioni reddituali soddisfacenti, è stato progressivamente offerto a una gamma di individui molto più ampia. I nuovi prodotti divenuti disponibili offrono una serie di vantaggi, tra cui bassi costi iniziali e una più ampia gamma di opzioni per il soggetto che contrae il mutuo per l'acquisto di un immobile. In particolare tali prodotti consentono alle famiglie di meglio superare i vincoli di liquidità; si pensi a titolo di esempio ai prestiti *interest only* e *ammortisation free* (ovvero mutui che consentono di differire il pagamento della quota capitale per un dato periodo di tempo o addirittura fino alla scadenza del mutuo) nonché ai prestiti con varie combinazioni di bassi tassi iniziali e condizioni rapide di *reset*.

Tali prodotti hanno l'effetto di abbassare i pagamenti mensili iniziali, ma con il rischio di incorrere in pagamenti futuri maggiori in caso di aumento dei tassi di interesse. Sebbene l'accresciuta flessibilità indotta da questi prodotti faciliti non solo l'accesso al credito di un più ampio numero di famiglie ma anche la rispondenza delle caratteristiche del finanziamento alle esigenze individuali, essa induce una sostanziale sottostima dei rischi associati al finanziamento. Ciò discende dal fatto che il monitoraggio dell'adeguatezza delle disponibilità finanziarie necessarie per far fronte agli impegni finanziari diviene meno pressante per banche e famiglie, ed inoltre i problemi legati all'incapacità di soddisfare gli impegni finanziari divengono meno visibili nel breve termine (Schich e Ahn, 2007).

Si noti peraltro che nel Regno Unito, ove tradizionalmente la prassi consiste nell'erogazione di prestiti a tasso variabile, l'accresciuta flessibilità del mercato dei mutui ha consentito alle famiglie di migrare verso prodotti a tasso fisso in

tempi molto rapidi e a costi molto contenuti, tanto che nei primi sei mesi del 2005 si registra una proporzione più elevata di mutui emessi a tasso fisso rispetto ai mutui a tasso variabile (Girouard *et al.*, 2006).

#### *1.4.4. Insufficiente educazione finanziaria*

L'incapacità degli individui di prendere decisioni di natura finanziaria – e delle conseguenti eventuali situazioni di indebitamento - è dovuta in molti casi all'insufficiente educazione finanziaria degli stessi in rapporto alla complessità delle decisioni finanziarie e dei prodotti di finanziamento utilizzati. In particolare molte famiglie non sono in grado di pianificare i loro futuri bisogni finanziari, e pertanto possono venire a trovarsi in serie difficoltà finanziarie in occasione del modificarsi delle loro circostanze economiche/personali o del deterioramento delle condizioni economiche generali (Financial Services Authority, 2007). Un'ulteriore difficoltà è rappresentata dall'incapacità di scegliere i prodotti finanziari appropriati sulla base delle specifiche esigenze di investimento e risparmio, con una specifica problematicità legata alla comprensione del rischio dei prodotti già detenuti nel portafoglio di investimento. Infine, la mancanza di educazione finanziaria può risultare particolarmente problematica al verificarsi di situazione di insolvenza, con un'incapacità del debitore nel valutare le effettive conseguenze dell'inadempimento delle proprie obbligazioni finanziarie.

La scarsa capacità di realizzare pianificazione finanziaria si qualifica come una delle cause del sovraindebitamento. Infatti l'incapacità delle famiglie di far fronte a situazioni di riduzioni di reddito, di spese inattese o anticipate sfocia nella contrazione di debito a causa dell'impossibilità per le stesse di costituire riserve cui attingere al verificarsi delle citate circostanze. A titolo di esempio, basti pensare che in una recente indagine sulle capacità finanziarie delle famiglie del Regno Unito (Financial Services Authority, 2006) solo il 55% dei rispondenti ha costituito riserve in grado di fronteggiare riduzioni inattese di reddito, mentre il restante 45% ha trovato come soluzione la contrazione di finanziamenti o la riduzione del proprio tenore di vita. Emerge quindi con chiarezza il legame tra l'incapacità di realizzare pianificazione finanziaria e il determinarsi di situazioni di sovraindebitamento.

Anche le difficoltà nello scegliere i prodotti finanziari più adeguati alle specifiche esigenze finanziarie del soggetto rivestono un ruolo significativo nel determinazione di situazioni di sovraindebitamento: basti pensare alle modalità di scelta di alcuni prodotti bancari per l'accesso al credito: mutui (detenuti dal 33% degli intervistati nella citata indagine della Financial Services Authority, 2006), carte di credito (detenute dal 56% degli intervistati) e prestiti non garantiti (detenuti dal 28% degli intervistati). Per quanto riguarda il mutuo, tipicamente l'impegno finanziario più considerevole per gran parte delle famiglie che lo hanno contratto, la scelta del prodotto è stata consigliata da un consulente professionista nel 39% dei casi, ma in un numero altrettanto considerevole di casi (36%) la scelta è stata fatta in maniera completamente

autonoma. Il dato è ancora più sorprendente con riferimento alle carte di credito (nell'82% dei casi sono scelte autonomamente)<sup>12</sup> e ai prestiti non garantiti (nel 67% dei casi sono stati scelti autonomamente)<sup>13</sup>.

Infine, l'incapacità di valutare le conseguenze effettive delle varie situazioni di insolvenza, può risultare particolarmente gravosa. Sia la bancarotta sia i cosiddetti IVA rappresentano soluzioni di uscita da posizioni debitorie, ma entrambe possono indurre serie difficoltà in termini di impiego e acquisto/affitto di immobili. Gli effetti associati a tali soluzioni (si rammenta la crescita esponenziale nel ricorso a IVA) possono andare ben oltre le difficoltà più ovvie e tradizionali - basti pensare alle conseguenze associate all'impossibilità di disporre di carte di credito e di debito in contesti finanziari dove le stesse sono oramai essenziali per una vasta gamma degli acquisti on line (PricewaterhouseCoopers, 2006).

#### *1.4.5. Cause delle situazioni di insolvenza e di ritardo nei pagamenti: incertezza e asimmetrie informative*

La situazione di sovraindebitamento dovrebbe trovare soluzione naturale e autonoma nei comportamenti economici del datore e del prenditore di fondi in occasione dell'accensione di un finanziamento. Da un lato, infatti, i datori di fondi utilizzano modelli sofisticati per la misurazione del rischio di credito al fine di valutare la capacità del prenditore di fondi di rimborsare i flussi periodici dovuti a titolo di interesse e la quota capitale dovuta a scadenza. Tale valutazione risulta di cruciale importanza ai fini dell'attività dell'intermediario finanziario – basti dire che sicuramente non è nell'interesse dell'intermediario prestare fondi a soggetti che con elevata probabilità risulteranno in ritardo o insolventi nei loro pagamenti. Dall'altro lato, gli stessi prenditori di fondi hanno interesse a valutare la loro capacità di rimborso delle somme prese in prestito. Tutto ciò dovrebbe ridurre il rischio di sovraindebitamento.

Tuttavia, è prassi osservare situazioni di prenditori non in grado di soddisfare le loro obbligazioni finanziarie o in ritardo nel soddisfare le stesse. Le motivazioni economiche alla base di tali difficoltà e ritardi possono essere ricondotte a due ordini di ragioni:

- Cause legate alla presenza di asimmetrie informative tra datore e prenditore di fondi. E' infatti quest'ultimo a fornire all'intermediario le informazioni relative alla sua posizione finanziaria, che - unitamente alle informazioni da agenzie di credito e altri organismi pubblici - sono impiegate

---

<sup>12</sup> In particolare, il 25% dei rispondenti ha scelto una determinata carta di credito per effetto dell'offerta di un tasso zero sugli scoperti, il 24% per considerazioni similari legate ai tassi di interesse, l'11% in quanto offerta congiuntamente al conto corrente di corrispondenza (Financial Services Authority, 2006).

<sup>13</sup> Le ragioni che hanno guidato la scelta sono state le seguenti (Financial Services Authority, 2006): bassi tassi di interesse (27% dei casi), tassi di interesse nulli (13% dei casi) e facilità di rimborso (17% dei casi).

dall'intermediario ai fini della formulazione del suo giudizio in merito all'affidabilità del prenditore. Qualora il prenditore non fornisca tutte le informazioni in merito alle proprie posizioni debitorie presso altri intermediari o fornisca delle informazioni errate o parziali in merito al proprio livello di reddito, si potrebbero generare situazioni di sovraindebitamento.

- Cause legate all'incertezza del prenditore di fondi in merito ai propri redditi e alle proprie spese future, tanto da generare incertezza con riguardo all'adeguatezza del finanziamento. Ciò implica che anche qualora il prenditore fosse stato onesto e avesse fornito al datore di fondi tutte le informazioni a sua disposizione al momento dell'erogazione, eventi imprevedibili futuri potrebbero generare situazioni di *default*.

Come ben evidenziato in un autorevole studio commissionato dal Ministero britannico dell'industria e del commercio (Kempson, 2002), i cui risultati sono riportati nella Tavola 1.3, la causa principale dell'insorgere di difficoltà finanziarie (percepita come tale da circa il 61% delle famiglie britanniche in situazioni di difficoltà finanziarie o di ritardo nei rientri finanziari con riferimento ad almeno una delle loro obbligazioni nel corso degli ultimi 12 mesi) è rappresentata dal venire meno di una fonte di reddito (a sua volta determinata dalla perdita del posto di lavoro, da malattie e infortuni nonché dalla rottura di relazioni coniugali) o dall'insorgere di spese impreviste.

Un livello di reddito inadeguato a soddisfare i propri bisogni è invece percepita come la seconda – in ordine di rilevanza – causa di difficoltà finanziaria e di ritardo nei pagamenti (è tale per il 14% del totale famiglie in difficoltà, e si eleva sino al 25% per il segmento dei giovani).

La sovraesposizione è la terza causa di difficoltà finanziarie e ritardi di rientro (10% delle famiglie in difficoltà): l'aumento nel ricorso all'indebitamento certamente incrementa i rischi di incorrere in difficoltà finanziarie; l'aumento dell'esposizione implica infatti una maggiore quota di reddito da destinare al rimborso del debito. Basti dire che più della metà delle famiglie che spendono più di un quarto del loro reddito nel rimborso di finanziamenti ricevuti mostrano ritardi nei rimborsi stessi.

Riadattando la distinzione tra cause esterne legate all'incertezza e cause esterne legate alla presenza di asimmetrie informative, come proposta in apertura, si evince che il venire meno di una fonte di reddito o l'insorgere di spese impreviste rappresentano cause legate all'incertezza, mentre la sovraesposizione e il basso reddito rappresentano cause di sovraindebitamento legate alla presenza di asimmetrie informative. Si noti infine che sebbene generalmente gli individui identifichino nei suddetti fattori di natura esterna le cause delle loro difficoltà finanziarie, circa un decimo dei soggetti in difficoltà e ritardo dichiara di dimenticare o di trattenere deliberatamente il pagamento, indicando o un certo grado di disorganizzazione finanziaria (volendo accogliere il dato in un'accezione positiva) o la volontà di "prendersi gioco" del sistema (interpretando lo stesso in un'accezione negativa).

**Tavola 1.3 - Cause delle difficoltà finanziarie delle famiglie britanniche (%)**

	Famiglie			Giovani
	Difficoltà o ritardi	Ritardi	Difficoltà	Difficoltà o ritardi
<b>Cause legate all'incertezza</b>				
Perdita di reddito	45	42	54	23
Licenziamento	19	18	21	9
Fine relazione coniugale	5	6	3	-
Malattia o infortunio	5	6	9	1
Altro	7	12	21	13
Aumento delle spese o spese inattese	12	11	13	11
Debiti lasciati da un partner precedente	4	2	9	-
<b>Cause legate all'asimmetria informativa</b>				
Basso reddito	14	15	9	25
Sovraesposizione	10	9	13	14
<b>Altre cause</b>				
Dimenticanza o trattenimento del pagamento	8	12	-	4
Errori di terzi soggetti	5	6	-	7
Altro	3	3	1	16

Fonte: adattato da Kempson (2002, p. 32) e Oxera (2004, p. 14)

E' bene notare che si scorgono segnali anche di situazioni di indebitamento irresponsabile. I segnali di indebitamento irresponsabile sul lato dei prenditori di fondi si ravvisano in quanto segue: ricorso all'indebitamento in situazioni già qualificabili come di difficoltà finanziaria (con ritardi nel rimborso di precedenti finanziamenti o nel pagamento di utenze) nonché l'attitudine a porre in essere acquisti di natura impulsiva nonostante la consapevolezza della difficoltà di pagamento che si andranno incontrando. Tra le pratiche di concessione di credito cui si associano difficoltà finanziarie e elevati livelli di spesa per rientrare dalle posizioni debitorie, si ricordano: l'innalzamento automatico dei limiti di credito su carte di credito e scoperto di conto; l'incoraggiamento degli individui a trasferire risorse su carte di credito, offrendo bassi tassi iniziali e elevati limiti di credito; la riduzione dei pagamenti minimi sulle carte di credito; l'emissione di assegni da appoggiare sui conti associati alle carte di credito.

Si osserva infine una sostanziale evoluzione delle cause dalle quali originano le difficoltà finanziarie delle famiglie britanniche, primariamente in relazione al ciclo economico. In linea teorica, nelle fasi di recessione si attende una percentuale maggiore di persone che individui la causa delle situazioni di difficoltà finanziaria nella riduzione del livello di reddito (a causa di licenziamenti o di fallimenti delle attività imprenditoriali individuali). Ciò nonostante, studi empirici successivi condotti in periodi di ottimismo (Kempson, 2002 e Berthoud e Kempson, 1992) - con bassi livelli di disoccupazione e elevati livelli di indebitamento dei consumatori - indicano che le famiglie attribuiscono nel tempo una rilevanza decrescente alla

circostanza che il reddito familiare sia basso (14% delle famiglie nel 2002 rispetto al 25% delle famiglie nel 1989); al contrario, si osserva che nel tempo una rilevanza crescente è attribuita alla perdita di reddito (45% nel 2002 rispetto al 26% nel 1989). Ulteriori differenze riguardano la maggiore incidenza della rottura della relazione coniugale come causa delle situazioni di insolvenza e ritardo, e la minore incidenza attribuita invece alla sovraesposizione. Tale ultimo dato è particolarmente sorprendente dato il notevole incremento nel livello di indebitamento delle famiglie registrato nel corso degli anni intercorrenti tra i due studi; tale aumento è peraltro stato più che compensato dalla contestuale riduzione nei tassi di interesse (passati dal 15% del 1989 al 4% del 2002).

## 1.5. Il sovraindebitamento negli Stati Uniti

La fonte cui si è deciso di attingere per l'analisi del fenomeno del sovraindebitamento negli Stati Uniti è primariamente la *Survey on Consumer Finances* (SCF) condotta su base triennale dal Federal Reserve Board. Essendo in corso l'indagine corrente (la conclusione della stessa è attesa per la fine del 2007), al momento i dati più recenti disponibili per gli Stati Uniti sono riferiti al 2004. Considerati peraltro i significativi sviluppi intervenuti dal 2004 nel mercato statunitense del credito, si è consapevoli che la mancanza di dati più recenti costituirebbe una limitazione; per tale motivo si discuteranno comunque alcuni di tali sviluppi facendo riferimento ad altre fonti (tra le quali: Reuters – University of Michigan, 2006; Bank of England, 2007).

### 1.5.1. L'entità e l'articolazione del fenomeno

Il mercato statunitense dei mutui concessi alle famiglie per l'acquisto della casa è immenso: consiste di circa 10\$ trilioni di prestiti, dei quali il 75% è oggetto di cartolarizzazione (Economist, 2007). Gran parte di questo mercato è caratterizzato da bassi livelli di rischio: circa i due terzi dei prenditori sono presentano una buona qualità nel merito di credito, hanno contratto prestiti a tasso fisso e offrono - a garanzia dei loro debiti - immobili di valore superiore al finanziamento ottenuto. Tuttavia una sempre crescente - seppure minore - parte dei prestiti presenta caratteristiche ben diverse, con prenditori di bassa qualità, tassi variabili, e una copertura insufficiente da parte dell'immobile di proprietà. Nel corso dell'ultimo decennio ad essere cresciuto è proprio questo segmento dei cosiddetti *sub-prime*, che oggi costituiscono negli Stati Uniti uno su ogni cinque nuovi mutui erogati e rappresentano il 10% del totale dei prestiti concessi alle famiglie, grazie anche all'espansione dei finanziamenti a tasso variabile resa possibile dai favorevoli tassi di interesse.



### 1.5.2. Dinamiche dell'indebitamento

L'aumento del livello di indebitamento è stato più sostenuto negli anni 2001-2004 rispetto all'aumento nel livello degli *asset* detenuti dalle famiglie statunitensi (Bucks *et al.*, 2006) nonché rispetto al loro livello del reddito (Bank of England, 2004). Nel medesimo periodo si osservano variazioni rilevanti nei diversi tipi di finanziamento detenuti (come percentuale del livello complessivo di indebitamento): diversamente dal Regno Unito ove si è osservato un tasso di crescita più marcato per i prestiti non garantiti, le famiglie statunitensi hanno mostrato un aumento della quota dei mutui e una flessione dell'incidenza dei prestiti non garantiti, come indicato nella figura 8 (Bucks *et al.*, 2006). Tra prestiti non garantiti - che rappresentano circa il 20% dell'indebitamento delle famiglie nel 2004 - la componente più marcata è rappresentata dai prestiti agli studenti e dai prestiti per l'acquisto dell'automobile (cosiddetti *installment loans*), mentre i finanziamenti su carte di credito rappresentano una componente di minore rilevanza (Bank of England, 2004).

Ne discende che si osserva un tasso di crescita più sostenuto per l'indebitamento legato all'acquisto di immobili – a sua volta presumibilmente determinato dall'aumento del prezzo degli immobili registrato nel corso degli ultimi anni – che ha dato luogo ad un aumento della diffusione delle forme tecniche del mutuo e dei cosiddetti *home equity loans*<sup>14</sup>. Questi ultimi possono a loro volta raggruppati in due tipologie: da un lato, il tradizionale “secondo mutuo” (*traditional second mortgage*, TSM) che prevede l'erogazione di una somma fissa rimborsabile in un determinato periodo; e, dall'altro, una linea di credito *revolving* garantita dall'abitazione (*home equity line of credit*, HELOC) con la specificazione di un limite di credito, un piano di rimborso e di una quota di interessi generalmente a tasso variabile. In particolare, nonostante l'incidenza dei TSM sul reddito familiare sia diminuita dal 2001 al 2004, l'ammontare di HELOC è aumentato dall'1,8% al 4,9% nel medesimo periodo.

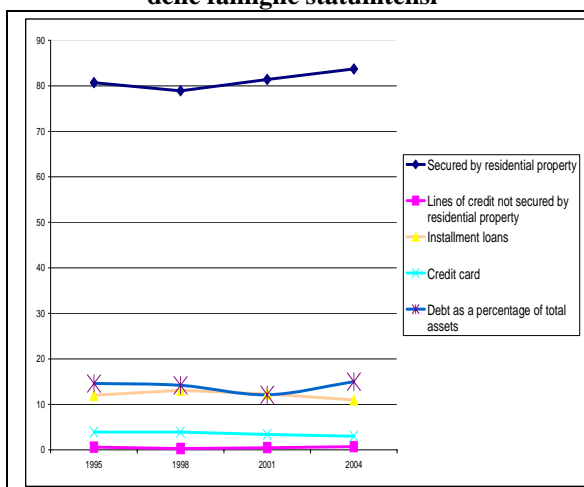
Al fine di valutare la sostenibilità dello stesso indebitamento, analogamente a quanto fatto per il Regno Unito, è necessario spostare l'attenzione dai tassi di crescita annui dell'indebitamento ad indicatori ottenuti raffrontando da un lato indebitamento e reddito e dall'altro indebitamento e patrimonio (una sorta quest'ultima di misura di *leverage* della famiglia). Il rapporto indebitamento reddito delle famiglie statunitensi è andato aumentando nel corso degli ultimi anni, come rappresentato nella figura 9. Emerge che l'aumento del livello di indebitamento rispetto al reddito è stato determinato essenzialmente dall'aumento dei finanziamenti legati all'acquisto della prima casa: il rapporto tra indebitamento per la prima casa e reddito è salito dal 36% del 1983 all'84% del 2004, portando nel medesimo periodo il rapporto tra indebitamento complessivo e reddito dal 64% al 112% (Dyan e Kohn, 2007). E' evidente da subito che tale rapporto si collocava nel 2004 ad un valore ben inferiore a

---

<sup>14</sup> Si tratta di prestiti in cui a garanzia del finanziamento ottenuto il prenditore di fondi concede l'abitazione di proprietà.

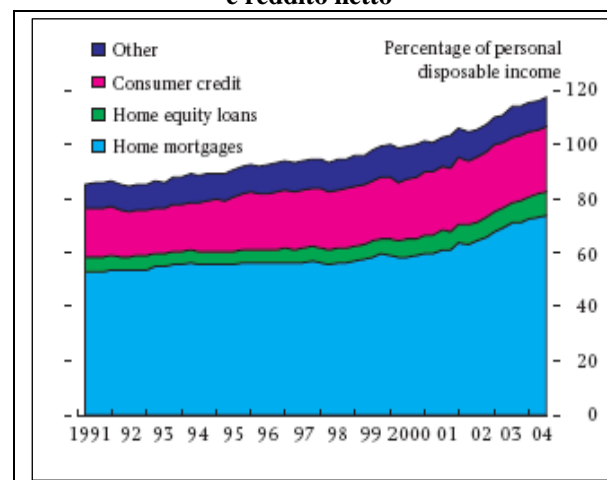
quello registrato nel medesimo anno per il Regno Unito, ove si registrava un rapporto indebitamento-reddito superiore 140% (Bank of England, 2004). Posto che i finanziamenti delle famiglie sono aumentati più rapidamente del patrimonio delle stesse, il leverage delle famiglie statunitensi (ottenuto come rapporto tra totale dei finanziamenti e totale dei beni nell'attivo di stato patrimoniale) è aumentato del 2,9% dal 2001 al 2004, passando dal 12,1% al 15%, dopo aver sperimentato un decremento del 2,1% nel periodo 1998-2001 (Bucks *et al.*, 2006).

**Figura 1.6 - Livello per tipo di finanziamento delle famiglie statunitensi**



Fonte: Elaborato su dati da Bucks *et al.* (2006), p. A25

**Figura 1.7 - Rapporto tra debito del settore famiglie e reddito netto**



Fonte: Bank of England 2004, p. 29

Con riguardo all'articolazione dell'indebitamento delle famiglie statunitensi, emerge una preponderanza dei mutui a lungo termine a tasso fisso, diversamente da quanto osservato per il Regno Unito ove la prevalenza è dei mutui a tasso variabile, da cui discende una minore sensibilità alle variazioni nei tassi di interesse per le famiglie statunitensi (Bank of England, 2004). Nel 2004 circa l'85-90% dei mutui emessi si configurava come a lungo termine e a tasso fisso, ma vi è stato un aumento dei mutui concessi a tasso variabile (parametrati ad un indice di riferimento e con tassi iniziali generalmente inferiori a quelli applicati sui mutui a tasso fisso), nella forma tecnica detta *adjustable-rate mortgages* (ARM). La loro incidenza percentuale sul totale dei mutui legati all'acquisto della casa, seppure crescente, è ancora relativamente modesta. Nel 2006 infatti il 30,6% dei contratti di mutuo erogati alle famiglie statunitensi per l'acquisto della casa è stato a tasso variabile nella forma di un ARM (OECD, 2007). In particolare, l'erogazione di ARM va aumentando nell'area dei mutui *sub-prime*, ove circa due mutui su tre sono caratterizzati da tassi variabili, con l'adozione spesso di forme ibride che prevedono tassi fissi

nei primi anni<sup>15</sup>. A ciò si aggiunga anche la crescita nel segmento degli *home equity loans* dei cosiddetti HELOC, che, essendo a tassi variabili, possono aver contribuito ad aumentare la vulnerabilità delle famiglie statunitensi agli aumenti nei tassi di interesse. Nel segmento dei prestiti non garantiti, gli *installment loans* (che come detto ne rappresentano la quota maggiore) sono tipicamente a tasso fisso, mentre i finanziamenti sulle carte di credito (di minore rilevanza) sono a tasso variabile.

Nel tentativo di individuare le motivazioni alla base del ricorso all'indebitamento da parte delle famiglie statunitensi, nonostante si sia ben consapevoli dei problemi di accuratezza associati ad un'indagine di tale tipo, si individua da subito - come riportato nella tavola 1.4 - nell'acquisto della prima casa la motivazione primaria (è stata tale infatti per il 70,2% delle famiglie nel 2004), seguita dall'acquisto di altre proprietà immobiliari residenziali (è stata tale per il 9,5% delle famiglie nel 2004, con un incremento notevole rispetto al 2001 quando costituiva una motivazione all'indebitamento per il 6,5% delle famiglie). La terza motivazione per ordine di importanza risiede nell'acquisto dell'automobile (6,7% delle famiglie) e la quarta nell'acquisto di beni e servizi realizzato mediante carte di credito (6%).

**Tavola 1.4 - Motivazioni sottostanti all'indebitamento delle famiglie statunitensi**

Motivazione dell'indebitamento (%)	1995	1998	2001	2004
Prima casa				
Acquisto	70,3	67,9	70,9	70,2
Ristrutturazione	2,0	2,1	2,0	1,9
Altri immobili residenziali	8,2	7,8	6,5	9,5
Investimenti non-immobiliari	1,0	3,3	2,8	2,2
Automobile	7,6	7,6	7,8	6,7
Beni e servizi	5,7	6,3	5,8	6,0
Istruzione	2,7	3,5	3,1	3,0
Altro	2,4	1,5	1,1	0,6

Fonte: adattato da Bucks *et al.* (2006), p. A32

### 1.5.3. Situazioni di dissesto finanziario

Un indicatore comunemente utilizzato per verificare la presenza di problemi nel rimborso dei finanziamenti ottenuti è rappresentato dal tasso di famiglie indebitate che presentano situazioni di ritardo nei pagamenti nel corso dei 12 mesi precedenti, analogamente a quanto visto per il Regno Unito. Nel corso del triennio 2001-2004 si osserva un aumento dell'1,9% della percentuale di famiglie indebitate che presentavano una situazione di 60 o più giorni di ritardo nei pagamenti delle loro obbligazioni, tanto da portare la percentuale totale delle famiglie con ritardi all'8,9% (Bucks *et al.*, 2006). La probabilità di essere insolventi è fortemente associata all'ammontare di finanziamenti ottenuti da

<sup>15</sup> Gli ARM ibridi prevedono il pagamento di tassi di interesse fissi per un determinato periodo iniziale (generalmente di 5 o 7 anni) che poi si trasformano in tassi variabili. Si tratta in sostanza di una forma equivalente ai mutui a tasso fisso utilizzati nel Regno Unito.

una famiglia, e il rapporto debito-patrimonio presenta un maggior potere esplicativo di tale probabilità rispetto al rapporto debito-reddito (Dyan e Kohn, 2007). A ciò si aggiunga che tale probabilità di essere insolventi è cresciuta nel tempo (Dyan e Kohn, 2007): i recenti sviluppi nel segmento dei *sub-prime* statunitensi – di cui si dirà al paragrafo seguente - forniscono una chiara esemplificazione dei problemi associati alla crescita della probabilità di insolvenza.

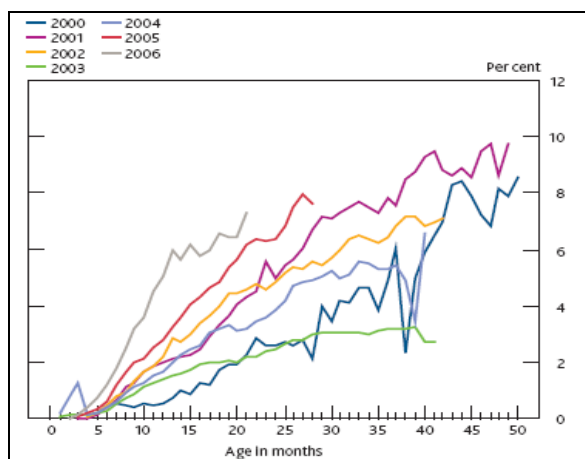
L'aumento nelle situazioni di dissesto in presenza di sovraindebitamento può trovare una spiegazione nella percezione delle conseguenze delle situazioni di default. Negli Stati Uniti, il prestatore che si trova in situazioni di dissesto trova la protezione del diritto fallimentare, che consente ai debitori di ridefinire i loro piani di rimborso (capitolo 13 del *Bankruptcy code*) o la dismissione del debito in cambio della cessione di beni, al di sopra di una soglia di garanzia personale (capitolo 7 del *Bankruptcy code*). Si noti che la crescita nella propensione delle famiglie statunitensi a richiedere la condizione di fallimento è indice di una minore onerosità della stessa rispetto al passato – e contestualmente può essere interpretata come una causa del sovraindebitamento stesso. In sostanza, pare essersi ridotto nel tempo il cosiddetto stigma (cioè il costo psicologico) associato alla bancarotta, forse per ragioni culturali non direttamente connesse al mercato del credito. E' peraltro evidente che l'effetto di un declino di tale stigma associato alla bancarotta in termini di riduzione dei costi di default è quantomeno mitigato dall'effetto di tale declino sui tassi di interesse applicati dai datori di fondi. In particolare, il fatto che le famiglie incrementino il loro livello di indebitamento in quanto sono meno preoccupate del rischio di fallimento aumenta il rischio dei datori di fondi, che a loro volta incrementano i tassi di interesse applicati a compensazione del maggiore rischio sopportato. Tale aumento nei tassi di interesse generato nel declino dello stigma associato al default dovrebbe contribuire a ridurre l'ammontare di indebitamento, specialmente dei soggetti che si considerano meno esposti alla bancarotta, come documentato da Athreya (2004).

#### *1.5.4. Il mercato dei sub-prime*

Il mercato statunitense dei *sub-prime* nasce più di due decenni fa e ha cominciato a crescere nella seconda metà degli anni novanta. In estrema sintesi, gran parte di tale crescita è stata generata da innovazioni finanziarie che hanno ridotto per i datori di fondi i costi associati alla valutazione e al *pricing* del rischio; tale espansione ha a sua volta consentito a famiglie che un tempo non si sarebbero qualificate per la concessione di un mutuo di divenire tali e di essere in grado di acquisire la proprietà della loro abitazione. Il più recente episodio nel mercato statunitense dei *sub-prime* ha inizio con una forte espansione nei prestiti a metà 2004 che si è conclusa nel corso del 2006 (Dyan e Kohn, 2007). Si noti peraltro che l'offerta di mutui *sub-prime* alle famiglie è rimasta elevata anche in presenza del rallentamento nel mercato immobiliare

statunitense che ha avuto inizio già all'inizio del 2006 (Bank of England, 2007). Come rappresentato nella figura 1.10, relativa ai cosiddetti prestiti di seconda linea (detti *second-lien loan*)<sup>16</sup>, sono proprio i mutui di questo tipo erogati più di recente a presentare le performance peggiori.

**Figura 1.8 - Ritardi di più di 60 giorni nei second-lien sub-prime equity loan**



Fonte: Bank of England 2007, p. 21

Nonostante a metà 2005 i tassi di insolvenza sui prestiti *sub-prime* si fossero attestati ai più bassi livelli registrati da anni, gli stessi hanno poi cominciato a crescere, specialmente per i prestiti a tasso variabile. Il tasso di insolvenza tra i prestiti *sub-prime* - ovvero i mutui *sub-prime* per cui è precluso il diritto di riscatto dell'ipoteca o con 90 giorni o più di ritardo nel rimborso - ha raggiunto a marzo 2007 il 13%, tanto che nel primo trimestre del 2007 le nuove azioni di preclusione del diritto di riscatto dell'ipoteca sono state 325.000 rispetto ad un valore trimestrale medio di 230.000 registrato nei due anni precedenti (Dyan e Kohn, 2007). A ciò si aggiunga che circa 30 intermediari statunitensi nel mercato *sub-prime* sono falliti da luglio a settembre 2007 (Economist, 2007). Anche le insolvenze sui cosiddetti mutui statunitensi *Alt-A* - la categoria di mutui con rischio inferiore a quello dei mutui *sub-prime* - sono cresciute, ma in misura meno marcata di quanto avvenuto per i *sub-prime*.

Il comportamento degli intermediari ha avuto un ruolo determinante nel generare tale situazione. Dato che negli Stati Uniti i volumi dei rifinanziamenti sui mutui sono diminuiti nel 2003, gli intermediari hanno cercato di mantenere i volumi per l'attività di *securitisation* offrendo prodotti più rischiosi nonché attirando i prenditori più rischiosi per il tramite dei cosiddetti tassi ingannevoli (Bank of England, 2007). A ciò si aggiunga che il riscatto delle ipoteche o le

<sup>16</sup> Un prestito di tipo *second-lien* è un finanziamento garantito in via secondaria da un bene che costituisce (integralmente o parzialmente) la garanzia di un finanziamento primario (ditto *first-lien*).

vendite forzate degli immobili a garanzia potrebbero amplificare la dimensione del mercato degli immobili invenduti, ponendo ulteriori pressioni sui prezzi degli immobili e influenzando quindi l'abilità delle famiglie di procedere al rifinanziamento (Bank of England, 2007).

Rileva nondimeno il fatto che i portafogli di mutui *sub-prime* sono tipicamente confezionati in *asset-backed securities* (ABS)<sup>17</sup> con vari gradi di subordinazione (Bank of England, 2007). Con riguardo a tali obbligazioni strutturate, esiste un attivo mercato di *credit swap*, il cui andamento è sintetizzato negli Stati Uniti da un indice - detto ABX.HE - influenzato dagli specifici rating degli ABS e dalle insolvenze sui mutui *sub-prime*. Dato che la misura delle insolvenze sui mutui *sub-prime* è aumentata all'inizio del 2007, l'indice in oggetto è diminuito rapidamente e gli *spread* sono aumentati.

L'indice nella seconda parte del 2006 è diminuito più fortemente di quello della prima parte del 2006, riflettendo la tendenza ad un deterioramento nella qualità dei crediti sottostanti. I rating degli ABS relativi ai mutui *sub-prime* si attende peggioreranno ulteriormente con l'ulteriore aumentare delle insolvenze che si prevede per l'anno in corso. La discesa nei prezzi potrebbe inoltre essere ulteriormente aumentata se tale *downgrading* portasse il rating al di sotto della soglia di investimento, il che porterebbe gli investitori istituzionali - che possono detenere solo *investment grade assets* - a vendere (Bank of England, 2007).

#### 1.5.5. Caratteristiche delle famiglie indebitate e in situazioni di ritardo nei pagamenti

Per comprendere appieno l'entità del sovraindebitamento si procede ora con l'analisi delle caratteristiche delle famiglie indebitate o caratterizzate da ritardi nei pagamenti delle loro obbligazioni finanziarie, analogamente a quanto fatto per il Regno Unito.

La percentuale delle famiglie con almeno una forma di indebitamento è salita dell'1,3% nel triennio 2001-04, fino ad arrivare al 76,4% (Bucks *et al.*, 2006), come riportato nella Tavola 1.5. Il ricorso ai finanziamenti è meno pronunciato nelle famiglie con i più bassi livelli di reddito e con i più bassi

---

<sup>17</sup> Si tratta di strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di crediti sia presenti, sia futuri e di altre attività destinate, in via esclusiva, al soddisfacimento dei diritti incorporati nelle ABS ed eventualmente alla copertura dei costi dell'operazione di cartolarizzazione. In sostanza il procedimento di creazione di un ABS - noto come cartolarizzazione o *securitisation* - è l'atto con cui una società scorpora dal suo bilancio una serie di crediti, li "impacchetta" adeguatamente e li cede sul mercato, assieme ai flussi finanziari che essi generano, per il tramite di una società veicolo costituita appositamente con l'obiettivo di generare liquidità. In particolare, tali *asset-backed securities* sono composte da *junior notes* (capitale proprio e *mezzanine*) che proteggono le *senior notes* mediante l'assorbimento delle prime perdite. La *tranche* delle *mezzanine* presenta generalmente *rating* del tipo BBB e BBB-, ovvero appena sufficienti ad essere considerata al di sopra della soglia di investimento (*investment grade*). Si noti che il rating viene attribuito da agenzie specializzate sulla base della proporzione attesa di insolvenze sui sottostanti mutui *sub-prime*.

patrimoni, nonché nei casi in cui il capofamiglia abbia 65 anni o più. Nel periodo 2001-04, il ricorso all'indebitamento è diminuito per le famiglie con abitazione in affitto (piuttosto che di proprietà), per i soggetti più giovani e per i soggetti con il livello minimo di patrimonio. Al contrario, è aumentato o rimasto stabile per gli altri gruppi, con un incremento particolarmente evidente (pari all'11,1%) per le famiglie il cui capofamiglia ha più di 75 anni.

Il valore medio e mediano dell'indebitamento delle famiglie è cresciuto ben del 33,9% nel triennio 2001-04 (Bucks *et al.*, 2006). Tra i vari gruppi demografici, il valore mediano dell'indebitamento cresce più fortemente con l'aumentare di reddito e patrimonio, e invece dapprima cresce e successivamente decresce con l'avanzare dell'età. Si noti che la diminuzione relativa al gruppo dei capofamiglia più anziani è dovuta in gran parte al rimborso dei mutui per l'acquisto della prima casa. In via generale, rileva peraltro che dal 2001 al 2004 il valore mediano dell'indebitamento di tutti i gruppi è aumentato, con l'unica eccezione delle situazioni il cui capofamiglia non fosse né occupato né pensionato. Sebbene l'incremento nel valore mediano dell'indebitamento sia stato particolarmente evidente nei casi in cui il capofamiglia avesse più di 65 anni, tale valore mediano è rimasto al di sotto del valore mediano complessivo.

La scomposizione del dato complessivo dell'indebitamento nelle varie forme tecniche di cui lo stesso si costituisce consente di rilevare quanto segue - come argomentato da Bucks *et al.* (2006) e dettagliato nella Tavola 1.5:

- Mutui e altri tipi di finanziamento sulla prima casa (*first-lien mortgage, junior-lien mortgage, home equity line*)<sup>18</sup>. Di tutte le tipologie di finanziamenti sono proprio i finanziamenti garantiti dall'abitazione a manifestare la più consistente variazione in termini di importanza relativa. La percentuale di famiglie con mutui per l'acquisto della prima casa infatti è continuata a crescere arrivando ad essere pari al 47,9% nel 2004. Si noti che la percentuale delle famiglie con abitazione di proprietà e di un finanziamento di tale tipo si attestava al 69,3% nel 2004. In particolare, in quel anno il 45% delle famiglie deteneva un *first-lien mortgage*, il 4,2% un *junior-lien mortgage* e l'8,6% un *home equity line*.

Tra i *cluster* di famiglie identificati in base al parametro reddito, si osserva che l'incidenza percentuale di questi finanziamenti cresce all'aumentare del reddito. Tra i *cluster* basati sul patrimonio, si rileva un'importanza sostanzialmente simile per tutti i gruppi al di sopra del *cluster* minimo. In termini di età anagrafica del capofamiglia emerge un picco di indebitamento in

---

<sup>18</sup> *First- e junior-lien mortgage* comprendono i cosiddetti *closed-end loan*, cioè prestiti che tipicamente concedono una sola estensione del credito e con un piano di rimborso (in termini di ammontare e frequenza) prestabilito. *Home equity line* rappresenta invece un tipico *open-end credit* che consente estensioni del credito a discrezione del debitore (entro un limite prestabilito) e rimborsi discrezionalmente definiti dal debitore (fatto salvo un piano minimo in termini ammontare e frequenza).

tale forma per il *cluster* 45-54 anni ed un rapido declino per i *cluster* con età anagrafica maggiore.

Il valore mediano dei finanziamenti garantiti dall'abitazione è cresciuto del 27,3% nel periodo 2001-2004 ed è cresciuto sostanzialmente per tutti i *cluster* con un'unica eccezione (situazioni con capofamiglia con più di 75 anni). La crescita nel valore della prima casa in tale periodo ha superato la crescita nei finanziamenti garantiti dalla prima casa e pertanto ha determinato un incremento nel valore mediano dell'indebitamento detenuto in tale forma dalle famiglie statunitensi.

- *Installment loan*. Tale forma tecnica di finanziamento è quasi tanto importante quanto i mutui e gli altri tipi di finanziamento sulla prima casa. Nel 2004 il 46% delle famiglie aveva contratto un finanziamento in tale forma tecnica, lo 0,8% in più rispetto al 2001. L'uso di *installment loan* è distribuito tra tutti i *cluster*, ma un uso notevolmente inferiore si registra per il gruppo con il minore livello di reddito, il gruppo con il più elevato valore di patrimonio e le famiglie il cui capofamiglia è pensionato o con età anagrafica superiore ai 65 anni. Dal 2001 al 2004, l'ammontare mediano detenuto nella forma dell'*installment loan* è salito dell'11,7%. Si noti che la maggior parte degli *installment loan* sono destinati all'acquisto dell'automobile (55,5% del totale degli *installment loan* erogati nel 2004) e al finanziamento degli studi (26,0%).
- Saldi a debito su carte di credito (carte emesse da banche, carte di credito emesse da punti vendita o da distributori di benzina, *travel and entertainment card*, altre carte di credito e carte di tipo *revolving* emesse da punti vendita)<sup>19</sup>. Dal 2001 al 2004, la percentuale di famiglie con saldi a debito riportati su carte di credito è cresciuta dell'1,8% (un incremento questo molto maggiore di quello registrato nel triennio 1998-2001), portando l'impiego di tale finanziamento da parte del 46,2% delle famiglie. Analogamente agli *installment loan*, l'uso di finanziamenti su carte di credito è diffuso tra tutti i *cluster*, ma è notevolmente inferiore nei gruppi con i livelli minimo e massimo di reddito, con il valore massimo di patrimonio e nei casi di capofamiglia pensionato o con più di 65 anni. Il valore mediano del finanziamento su carte di credito è cresciuto del 10%, portando il saldo a debito a \$2200. La percentuale più elevata di possessori di carte di credito detiene carte emesse da istituti bancari (95,4%), seguita da: carte emesse da punti vendita (58,4%), carte emesse da distributori di benzina (17,3%), carte di tipo *travel and entertainment* (10%).

Passando infine ad indagare brevemente le caratteristiche delle famiglie che si trovano in una situazione di ritardo nei loro pagamenti (come descritto nel paragrafo 0), si osserva che tutti i gruppi hanno mostrato un incremento di tali

---

<sup>19</sup> Esempi di bank-type card sono Visa, MasterCard, Discover, Optima e altre carte American Express che consentono ripetutamente saldi a debito. Esempi di *travel and entertainment card* sono American Express senza facoltà di ripetuti saldi a debito e Diners Club.



**Tavola 1.5 - Caratteristiche delle famiglie statunitensi che ricorrono a finanziamenti (2004)**

Caratteristiche della famiglia	Prestiti garantiti		Linee di	Installment	Carte	Altro	Tutti i	Prestiti garantiti		Linee di	Installment	Carte	Altro	Tutti i
	Prima casa	Altro	credito non garantite	loans	credito		finanziamenti	Prima casa	Altro	credito non garantite	loans	credito		finanziamenti
	% delle famiglie indebitate							Valore mediano dell'indebitamento (migliaia di US \$)						
<b>Tutte le famiglie</b>	<b>47,9</b>	<b>4,0</b>	<b>1,6</b>	<b>46,0</b>	<b>46,2</b>	<b>7,6</b>	<b>76,4</b>	<b>95,0</b>	<b>87,0</b>	<b>3,0</b>	<b>11,5</b>	<b>2,2</b>	<b>4,0</b>	<b>55,3</b>
Reddito (percentile)														
< 20	15,9	-	-	26,9	28,8	4,6	52,6	37,0	-	-	5,6	1,0	2,0	7,0
20-39,9	29,5	1,5	1,5	29,9	42,9	5,8	69,8	53,3	32,5	0,3	8,0	1,9	2,7	16,1
40-59,9	51,7	2,6	1,8	52,4	55,1	8,0	84,0	78,0	66,0	1,0	10,8	2,2	2,3	44,7
60-79,9	65,8	4,1	1,8	57,8	56,0	8,3	86,6	97,0	62,0	7,0	13,9	3,0	3,5	93,4
80-89,9	76,8	7,5	2,6	60,0	57,6	12,3	92,0	133,0	78,0	14,0	15,1	2,7	5,0	136,0
90-100	76,2	15,4	2,5	45,7	38,5	10,6	86,3	185,0	159,0	40,0	18,0	4,0	9,4	209,0
Età capofamiglia														
< 35	37,7	2,1	2,2	59,4	47,5	6,2	79,8	107,0	62,5	1,0	11,9	1,5	3,0	33,6
35-44	62,8	4,0	1,5	55,7	58,8	11,3	88,6	110,0	75,0	1,9	12,0	2,5	4,0	87,2
45-54	64,6	6,3	2,9	50,2	54,0	9,4	88,4	97,0	87,0	7,0	12,0	2,9	4,0	83,2
55-64	51,0	5,9	0,7	42,8	42,1	8,4	76,3	83,0	108,8	14,0	12,9	2,2	5,5	48,0
65-74	32,1	3,2	0,4	27,5	31,9	4,0	58,8	51,0	100,0	4,0	8,3	2,2	5,0	25,0
>75	18,7	1,5	-	13,9	23,6	2,5	40,3	31,0	39,0	-	6,7	1,0	2,0	15,4
Razza o etnia														
Bianca non-ispanica	51,9	4,4	1,7	47,0	46,0	7,8	78,0	98,0	87,0	4,0	12,4	2,5	4,0	69,5
Non-bianca o ispanica	37,4	3,0	1,1	43,2	46,7	7,3	72,5	83,0	66,0	0,4	9,6	1,6	3,0	30,5
Situazione lavorativa														
Dipendente	56,1	4,1	1,9	55,7	54,9	9,8	86,1	100,0	83,0	4,0	12,0	2,3	3,5	71,8
Lav. Autonomo	59,5	10,2	3,0	43,5	44,3	5,8	81,5	119,8	100,0	2,2	15,4	2,7	7,0	93,4
Pensionato	24,6	1,2	-	22,8	25,9	3,9	50,7	42,0	79,0	-	7,3	1,4	3,0	15,4
Disoccupato	30,3	-	-	45,6	41,0	-	70,4	78,0	-	-	7,5	2,5	-	21,1
Abitazione														
Di proprietà	69,4	5,1	1,3	46,6	48,8	7,7	82,3	95,0	90,0	8,0	12,9	2,5	4,0	95,8
In affitto	-	1,7	2,1	44,6	40,4	7,3	63,4	-	83,0	0,5	8,7	1,5	3,0	7,8
Patrimonio (percentile)														
<25	12,4	-	1,3	47,5	40,3	6,2	64,9	71,0	-	0,3	10,5	1,8	4,0	11,4
25-49,9	52,8	1,4	1,7	52,4	57,9	9,4	83,8	75,0	26,3	1	9,3	2,0	2,0	44,2
50-74,9	66,1	4,5	1,9	49,1	52,8	7,0	83,2	97,0	47,0	8,0	13,3	2,5	4,0	90,1
75-89,9	61,6	5,7	1,3	40,2	40,5	7,1	74,6	115,0	99,0	22,0	12,9	3,0	5,0	110,7
90-100	58,4	16,6	1,4	27,2	23,5	9,1	72,7	186,1	148,0	50,0	17,5	3,0	20,0	190,8
Valore medio								124,1	166,7	36,6	18,8	5,1	17,1	103,4

Fonte: Bucks et al. (2006), p. A28-29

ritardi, con eccezioni rappresentate dai due gruppi con i livelli più elevati di reddito, dal terzo quartile e dal più elevato decile in termini di valore del patrimonio e dalle famiglie con capofamiglia di età compresa tra i 55 e i 64 anni.

#### *1.5.6. Cause*

L'aumento considerevole nei prestiti garantiti da immobili – che come detto è il più consistente osservato negli Stati Uniti tra tutte le forme di finanziamento – trova origine in cause di varia natura, tra le quali si annoverano: crescita nel livello di reddito, bassi tassi di interesse praticati sui mutui, rapido apprezzamento del valore degli immobili, vantaggioso trattamento fiscale riservato al finanziamento nella forma tecnica del mutuo sull'abitazione, e innovazioni finanziarie che hanno consentito la riduzione di tempi e costi legati all'operazione di rifinanziamento (Bucks *et al.*, 2006). Di tali cause, in larga parte coincidenti con quanto già descritto per il Regno Unito, si dirà di seguito. Si dirà inoltre delle cause che specificamente hanno determinato le sempre crescenti – e sempre più drammatiche – situazioni di insolvenza sul mercato dei *sub-prime*.

Dall'altro canto pare invece che i fenomeni di attesa di crescita del reddito, di impazienza nei comportamenti dei consumatori, di riduzione del risparmio a fini precauzionali e di cambiamento nella composizione della popolazione in termini anagrafici e di istruzione siano solo limitatamente responsabili dell'indebitamento delle famiglie statunitensi e entrino in gioco solo unitamente ad altri fattori (Dyan e Kohn, 2007).

#### *1.5.7. Andamento (reale e atteso) del livello di reddito*

Una possibile causa del sovraindebitamento è ravvisabile nella crescita del reddito reale delle famiglie statunitensi (Weinberg, 2006). A partire dal 1984 sino ad oggi (con due sole eccezioni: la recessione di inizio anni novanta e di inizio duemila) si è osservato un lungo periodo di crescita sostenuta del PIL reale; e tale periodo di crescita sostenuta del PIL coincide sostanzialmente con il periodo di massima crescita del rapporto debito-reddito (Weinberg, 2006).

Più complessa – e dubbia - pare l'identificazione dell'anticipazione di redditi attesi come causa del sovraindebitamento. Per comprendere il ruolo dell'anticipazione di redditi attesi basti pensare alla più semplice formulazione del modello di consumo, in cui la famiglia si pone come obiettivo il livellamento del proprio consumo nel tempo. Da ciò discende che in presenza di attese di crescita del reddito, una famiglia è indotta a prendere a prestito contro il reddito futuro e l'ammontare che prende a prestito dipende da quanto rapidamente si attende il reddito aumenterà. In sintesi, si può attendere che il livello di indebitamento delle famiglie in un'economia dipenda dalle attese di reddito futuro.

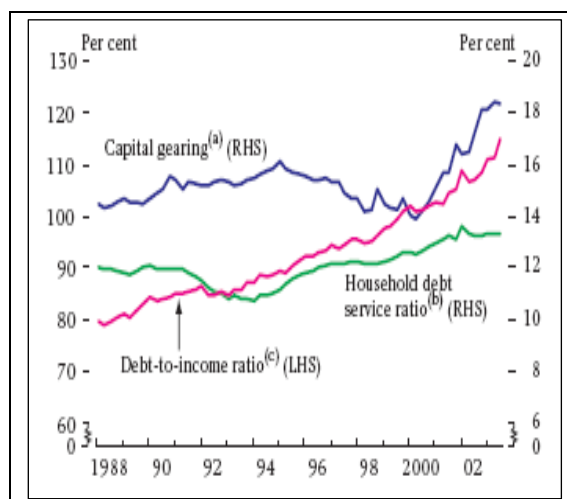
Una prima interpretazione porterebbe a ritenere che l'aumento nel livello di reddito delle famiglie statunitensi potrebbe essere stato determinato da un fenomeno di anticipazione della forte crescita del reddito, dati gli elevati tassi di

crescita della produttività registrati nell'ultimo decennio, nonostante l'aumento del tasso di disoccupazione a partire dal 2000 possa aver ridimensionato le attese di crescita di alcune famiglie (Bank of England, 2001). Del resto è anche possibile che la rapida crescita della produttività possa aver indotto le famiglie a rivedere al rialzo le loro aspettative di crescita dei redditi futuri ma che il livello mediano dei redditi non sia cresciuto in maniera analoga (perlomeno sino ad oggi): ciò si sarebbe tradotto in una diminuzione del risparmio delle famiglie ed un aumento del loro indebitamento (Dyan e Kohn, 2007).

Al fine di dare una risposta conclusiva in merito al ruolo dell'anticipazione di redditi attesi è necessario peraltro tenere in considerazione l'evidenza empirica relativa alle attese di reddito di un campione di famiglie statunitensi: tale evidenza contrasta la visione secondo cui le famiglie intervistate avrebbero avuto attese di rapida crescita del livello di reddito reale (Reuters – University of Michigan, 2006). Dal 2000 al 2005 le famiglie statunitensi intervistate hanno in realtà mostrato attese di riduzione nel loro livello di reddito rispetto ai prezzi. Tale evidenza in sostanza contraddice l'interpretazione secondo cui l'anticipazione di redditi futuri rappresenta una causa del sovraindebitamento delle famiglie statunitensi. Favorevoli condizioni di finanziamento

Negli Stati Uniti le famiglie si sono avvantaggiate negli ultimi anni di tassi di interesse ai loro minimi storici, sia garantendosi bassi pagamenti a titolo di interesse sui mutui sia incrementando il loro livello di indebitamento rispetto al reddito (e fino ad anni recenti al patrimonio), come mostrato nella Figura 1.9.

**Figura 1.9 - Costo dell'indebitamento e livello di indebitamento delle famiglie negli Stati Uniti**



Fonte: Bank of England 2003, p. 11

Posto tale favorevole andamento nei tassi di interesse, se ne ricava un chiaro vantaggio delle famiglie con riferimento ad una determinante chiave - il tasso di interesse appunto - dell'ammontare dei pagamenti nel rimborso dei prestiti ottenuti. Il tasso mediano sui *first-lien mortgage* erogati per l'acquisto della prima casa si attestava al 5,9% nel 2004, a fronte del 7,25% registrato nel 2001. Sempre

più marcata diventa la tendenza delle famiglie a scegliere mutui a tasso variabile, che godono di un tasso iniziale inferiore a quello di un mutuo a tasso fisso. La percentuale di famiglie con un *first-lien mortgage* a tasso variabile si attestava al 15% nel 2004, a fronte dell'11,4% nel 2001 (Bucks *et al.*, 2006).

Si noti peraltro che, a differenza di quanto osservato nel Regno Unito e negli altri paesi europei, il tasso di incidenza delle somme dovute a titolo di rimborso dei prestiti sul reddito familiare (cosiddetto *debt service ratio*) è andato aumentando significativamente a partire dalla metà degli anni novanta (a fronte invece di un andamento sostanzialmente stabile negli anni ottanta e all'inizio degli anni novanta).

Una seconda variabile chiave nella determinazione dei pagamenti per il rimborso del mutuo è la lunghezza del periodo di rimborso. Nel 2004 i mutui trentennali rappresentavano il 57,5% dei *first-lien mortgage* a tasso fisso per l'acquisto della prima casa (contro il 62,9% nel 2001), ed i mutui quindicinali ne rappresentavano il 32,9% (contro il 28,6% nel 2001). A ciò si aggiunga che un numero sempre crescente di famiglie contrae mutui che non necessitano l'intero rimborso della quota capitale nel corso della vita del prestito (ma semplicemente l'estinzione di ogni ammontare residuo alla scadenza del mutuo stesso): nel 2004 ben il 4,1% delle famiglie deteneva un mutuo con tale specificità, contro il 2,1% nel 2001 (Bucks *et al.*, 2006).

Preme peraltro precisare che l'aumento nel rapporto indebitamento-reddito nel corso degli ultimi sei anni è stato più ampio di quanto possa essere spiegato sulla base della riduzione nei tassi di interesse (Dyan e Kohn, 2007). Le favorevoli condizioni di finanziamento non sono in grado di per sé di spiegare la secolare accumulazione di indebitamento delle famiglie statunitensi, ed è per tale ragione che si muove ora l'analisi all'andamento del prezzo degli immobili.

#### 1.5.8. Andamento del mercato immobiliare

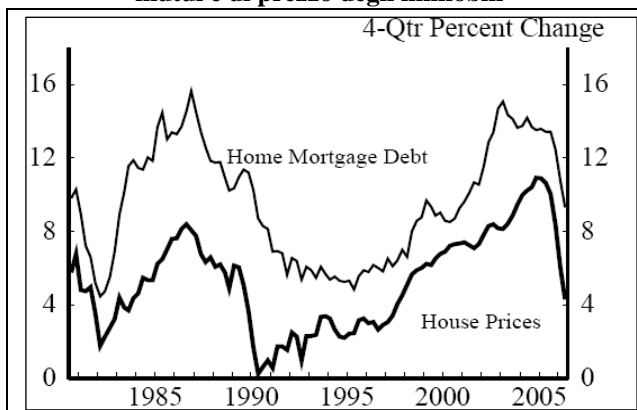
L'individuazione nell'andamento del mercato immobiliare come causa fondamentale nell'aumento dell'indebitamento delle famiglie statunitensi è documentato dalla forte correlazione tra i prezzi degli immobili e l'erogazione di mutui (come documentato in termini di variazione percentuale e livello rispettivamente nelle Figure 1.10 e 1.11): in sostanza l'indebitamento nella forma tecnica del mutuo è aumentato specialmente nelle fasi in cui i prezzi delle case sono cresciuti, come avvenuto nel corso dell'ultimo decennio (Dyan e Kohn, 2007). A ciò si aggiunga che la crescita nell'indebitamento è stata più sostenuta per le famiglie che sono proprietarie della prima casa: più proprietari sono oggi indebitati rispetto agli anni ottanta (mentre lo stesso non avviene per i non proprietari) e il valore mediano del loro indebitamento è cresciuto sostanzialmente (mentre ancora una volta non si osserva lo stesso per i non proprietari). Tali differenze potrebbero in parte essere spiegate, almeno parzialmente, dall'aumento nella parte di popolazione con abitazione di proprietà, che a sua volta potrebbe essere determinato dalle innovazioni finanziarie nelle condizioni di finanziamento (Dyan e Kohn, 2007). Infatti, l'incidenza percentuale degli immobili delle

famiglie statunitensi sul totale del loro patrimonio è cresciuta da un valore inferiore al 25% nel 1999 ad un valore del 33,6% nel 2005; si noti in tal senso la più bassa incidenza degli immobili sul totale del patrimonio familiare negli Stati Uniti rispetto al Regno Unito (OECD, 2007).

Una stima approssimativa dell'effetto dell'aumento del prezzo degli immobili sull'indebitamento delle famiglie statunitensi rivela che ben il 10% dell'aumento del rapporto indebitamento-reddito (su un aumento complessivo del 50% di tale rapporto nel periodo 1983-2004) è riconducibile proprio all'aumento del prezzo degli immobili (Dyan e Kohn, 2007). Si noti che tale stima sottovaluta il legame tra indebitamento prezzo degli immobili per due ordini di ragioni: da un lato non tiene in considerazione l'aumento nel tasso di proprietari di abitazioni, dall'altro l'innovazione finanziaria potrebbe aver amplificato l'effetto del positivo andamento del mercato immobiliare (come si dirà al paragrafo seguente).

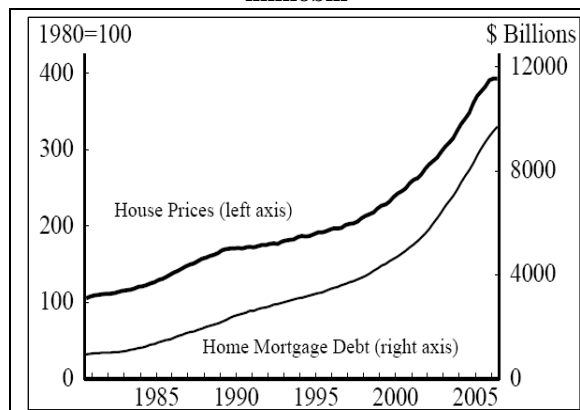
Le ragioni del perché i prezzi degli immobili siano così fortemente correlati all'indebitamento sono di triplice natura (Dyan e Kohn, 2007). I canali con cui il rialzo nei prezzi degli immobili si traduce in un'esplosione dell'indebitamento sono riconducibili al cosiddetto effetto ricchezza sul consumo (*wealth effect on consumption*), all'effetto anticipazione delle spese rispetto al beneficio (*front-loading of expenditure*) e all'effetto di ribilanciamento del portafoglio. Innanzitutto, un effetto ricchezza può aumentare i consumi. Una famiglia, il valore della cui casa si apprezzi, sperimenta un corrispondente aumento nel valore nominale del suo patrimonio e nel suo tenore di vita: ciò si traduce in un aumento dei consumi, una riduzione del risparmio e un aumento dell'indebitamento. Secondariamente, come per gli altri beni durevoli, un'abitazione è generalmente acquistata prima di poter beneficiare del consumo dei suoi servizi, e pertanto gran parte delle famiglie si indebita al fine di porre in essere tale acquisto. Allorquando i prezzi degli immobili aumentano, è necessario prendere a prestito somme maggiori per poter ottenere tali servizi. Infine, un aumento nel prezzo degli immobili determina un cambiamento nella composizione del portafoglio della famiglia e può indurre ad un ribilanciamento del portafoglio con un aumento della quota indebitamento; in sostanza le famiglie possono prendere a prestito a fronte del loro patrimonio (l'abitazione) al fine di investire in risparmi - con associato vantaggio fiscale - di cui beneficiare in età pensionabile.

**Figura 1.10 - Variazioni percentuali nel livello di mutui e di prezzo degli immobili**



Fonte: Dyan e Kohn (2007), p. 42

**Figura 1.11 - Livello dei mutui e prezzo degli immobili**

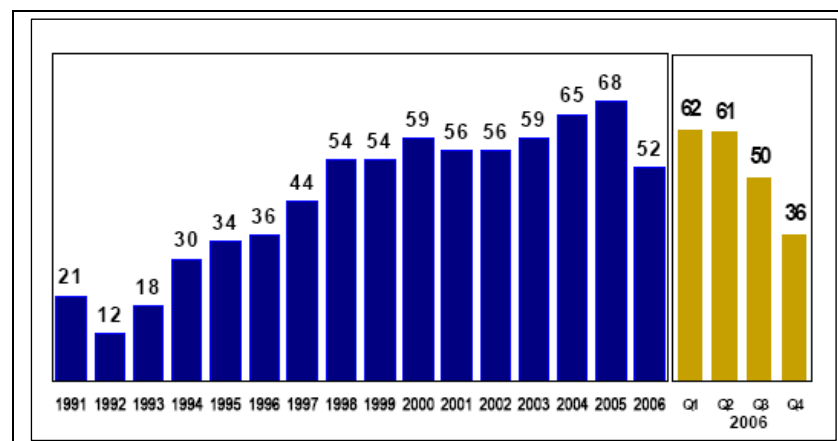


Fonte: Dyan e Kohn (2007), p. 42

Una seconda spiegazione all'aumento registrato negli Stati Uniti dei finanziamenti destinati all'acquisto delle prima casa risiede nell'eliminazione della deducibilità fiscale degli interessi passivi su gran parte dei prestiti con l'eccezione proprio dei mutui sulla prima e seconda casa, introdotta dal *Tax Reform Act* del 1986 (Bucks *et al.*, 2006). A ciò si aggiunge il *Taxpayer Relief Act* del 1997 che ha previsto tra l'altro l'incremento graduale dell'esenzione fiscale sugli immobili dai \$600,000 del 1997 fino \$1 milione entro il 2006 (Li, 2005). In sostanza tali cambiamenti nel trattamento fiscale hanno indotto le famiglie con necessità di disporre di ulteriore liquidità ad ottenere la stessa per il tramite di finanziamenti erogati nella forma tecnica del mutuo garantito dagli immobili di proprietà, indipendentemente dalle ragioni sottostanti alla necessità di ulteriore liquidità.

Prima di procedere con l'analisi di altre cause della situazione di sovraindebitamento, è essenziale precisare che a partire dal 2006 si registra una marcata inversione di tendenza sul mercato immobiliare, che a sua volta si configura come una delle cause principali della recente crisi del mercato *sub-prime*, di cui si dirà al paragrafo 0. In effetti, come illustrato nella figura 1.12, la percezione dei consumatori del valore delle loro abitazioni è profondamente diminuita nel 2006 (Reuters – University of Michigan, 2006), tanto che si registra il più basso tasso di apprezzamento del valore degli immobili osservato nel corso degli ultimi dieci anni. Nel quarto trimestre del 2006, la percentuale di intervistati che ha riportato incrementi nel valore dei loro immobili (al netto di coloro i quali hanno riportato decrementi) è stata pari al 36% (rispetto al 68% registrato nel 2005).

**Figura 1.12 - Apprezzamento netto (% aumento - % diminuzione) nel valore delle abitazioni statunitensi**



Fonte: Reuters – University of Michigan (2006), p.2

#### 1.5.9. Innovazione finanziaria

L'aumento dell'indebitamento delle famiglie statunitensi può trovare una causa anche nelle innovazioni finanziarie poste in essere nel mercato del credito (Weinberg, 2006). In particolare i miglioramenti nella tecnologia dell'informazione riducono per gli intermediari i costi di valutazione del merito di credito dei potenziali prenditori nonché i costi della gestione dell'esposizione al rischio di credito. Tale tipo di cambiamenti si traduce in una riduzione dei costi totali di finanziamento e possono risultare in un aumento della fornitura di credito, cui si associa una riduzione dello *spread* di intermediazione tra gli interessi pagati dagli intermediari sulla raccolta e gli interessi ottenuti dagli intermediari sui finanziamenti erogati alla clientela (Weinberg, 2006).

I progressi nel *credit scoring* consentono ai datori di fondi di stimare in maniera più precisa di quanto avveniva nel passato il rischio di default del prenditore, rendendo più semplice l'attuazione di un'offerta differenziata in termini di pricing sulla base della rischiosità del prenditore. In tal senso, i soggetti con i più bassi livelli di rischiosità ne beneficiano in quanto pagano tassi di interesse che meglio riflettono il loro effettivo livello di rischio, e analogamente i soggetti con la più elevata rischiosità ne beneficiano in quanto vedono aumentate le loro possibilità di prendere a prestito (seppure a tassi elevati che ben riflettono il loro elevato livello di rischio). Al contrario, ne potrebbero essere penalizzati i soggetti con livelli di rischiosità media, che in assenza di tassi differenziati beneficiavano di tassi medi calcolati prendendo in considerazione anche i soggetti con la più bassa rischiosità. In definitiva, i cambiamenti tecnologici che rendono più facilmente implementabili la differenziazione nel pricing rendono possibile per molti prenditori – se non per tutti – o una riduzione nei costi dell'indebitamento o un aumento nell'accesso al credito (Weinberg, 2006).

In termini di aumento dell'accesso al credito, si osserva infatti che la percentuale di famiglie con una qualche forma di indebitamento è cresciuta dal 70% nel 1983 al 77% nel 2004; supponendo che tali nuovi prenditori abbiano lo stesso rapporto indebitamento-reddito di un prenditore medio, tale espansione nel numero di soggetti indebitati spiegherebbe una crescita nel rapporto indebitamento-reddito totale del 10% (Dyan e Kohn, 2007). E' bene però precisare che tale calcolo è assolutamente approssimativo e sovrastima gli effetti dell'innovazione finanziaria per due ragioni: da un lato, le famiglie che hanno conosciuto un recente accesso al credito presentano livelli di indebitamento inferiori al valore medio; dall'altro, l'innovazione finanziaria spiega solo una parte di tale espansione nella detenzione di finanziamenti (basti pensare agli effetti determinati dall'aumento nel livello di istruzione).

Si noti che un altro fattore che ha consentito una riduzione nei costi dei finanziamenti è ravvisabile nell'aumento nel livello di concorrenza tra i datori di fondi: infatti allorquando la competizione è ridotta, i datori di fondi sono in grado di fissare i tassi di interesse a livelli superiori a quanto necessario per compensare rischio e costi di intermediazione (Weinberg, 2006). A titolo d'esempio, il mercato statunitense delle carte di credito era caratterizzato da bassi livelli di concorrenza negli anni ottanta; la struttura di tale mercato è oggi peraltro profondamente cambiata, tanto che molti osservatori ritengono che l'aumentata concorrenza abbia portato ad una riduzione dello spread sui tassi di interesse.

Anche il mercato statunitense dei mutui è stato interessato da un intensificarsi della concorrenza, con la possibilità per le famiglie di ricercare i finanziamenti tra un pool di operatori nazionali piuttosto che operanti su base locale. Infine, la crescita del credito al consumo pare sia stata determinata in via principale proprio dalla riduzione dei costi medi di finanziamento, ottenuta per il tramite di una combinazione di miglioramenti di natura tecnologica e di aumentata concorrenza nel settore (Weinberg, 2006).

Infine, l'indebitamento delle famiglie statunitensi può essere alimentato - secondo tre direttrici - dall'interazione tra innovazione finanziaria e positivo andamento del mercato immobiliare (Dyan e Kohn, 2007). Innanzitutto, l'innovazione finanziaria ha ridotto per le famiglie il costo associato al rendere liquido il patrimonio immobiliare, facilitando la possibilità ottenere finanziamenti offrendo come garanzia immobili di valore crescente. In secondo luogo, l'innovazione finanziaria può aver contribuito a generare la rapida ascesa nei prezzi degli immobili: la rimozione di alcuni vincoli alla concessione di finanziamenti ha consentito alle famiglie di acquistare immobili con minori esborsi finanziari rispetto al prezzo dell'immobile stesso, e ciò a sua volta ha generato un aumento della domanda e quindi dei prezzi degli immobili. Infine, l'innovazione può essere endogena alla crescita nei prezzi degli immobili: la ricompensa per le istituzioni finanziarie nello sviluppo di nuovi strumenti che agevolino la concessione di liquidità a fronte di garanzie immobiliari è maggiore quanto più ampio è il mercato immobiliare delle garanzie.



#### 1.5.10. Cause delle situazioni di insolvenza sul mercato dei sub-prime

Le determinanti dei drammatici eventi che hanno caratterizzato il mercato statunitense dei *sub-prime* sono state da un lato il rallentamento nella crescita economica, e dall'altro l'aumento nei tassi di interesse, che a sua volta ha reso più difficile per le famiglie il far fronte ai loro impegni finanziari. Ovviamente ciò si va ad aggiungere ad una situazione di indebitamento molto pesante in rapporto al valore degli immobili – è questo infatti un tratto caratteristico di una buona parte delle famiglie in difficoltà sul mercato *sub-prime* – che è stata a sua volta probabilmente determinata da attese di mantenimento dei rapidi tassi di apprezzamento dei prezzi degli immobili registrati negli anni precedenti. Il forte rallentamento del mercato immobiliare cui si è assistito nel 2006 ha lasciato alcuni dei recenti prenditori di fondi - con elevati tassi debito-patrimonio – con un patrimonio netto insufficiente a far fronte alle obbligazioni di rimborso sul mercato *sub-prime*. Per di più, mentre nel passato molti prenditori al termine del periodo di finanziamento a tasso bloccato si potevano rifinanziare prima di cominciare a regolare i loro pagamenti, nel recente episodio di crisi ciò non è stato possibile (Dyan e Kohn, 2007).

A ciò si aggiunga che una serie articolata di caratteristiche peculiari del mercato statunitense dei *sub-prime* ha ulteriormente alimentato la problematicità del recente episodio di crisi, come di seguito sintetizzato sulla base di un'interessante analisi proposta dalla Bank of England (2007):

1. Innanzitutto, nel 2005 e 2006, l'intensificarsi delle pressioni concorrenziali tra gli *originator* di prestiti *sub-prime* – determinate dall'intento di mantenere i volumi e/o di incrementare la quota di mercato – hanno portato a innovazioni di prodotto (quali i prestiti accessibili, noti come *affordable lending*), qualificate spesso dall'introduzione di bassi tassi iniziali ingannevoli, generalmente rinegoziati dopo uno o due anni.
2. Allo stesso tempo si è osservato un sostanziale allentamento dei criteri per la concessione di credito, tanto che prestiti venivano concessi anche in presenza di elevati tassi individuali di indebitamento e senza la presentazione della documentazione necessaria.
3. A ciò si aggiunga che gran parte degli *originators* erano soliti vendere i prestiti a grandi banche e a grandi istituzioni finanziarie, che a loro volta operavano una *securitisation* dei prestiti stessi che collocavano ai risparmiatori finali: si può affermare in sostanza che grandi banche e grandi istituzioni finanziarie operavano in qualità di 'grossisti' dei *sub-prime*.

4. Ancora, la facoltà dei *dealer* di restituire agli *originators* i cosiddetti *early payment default* (EPD)<sup>20</sup> ha determinato il fallimento di alcuni degli *originator* stessi, che si è riversato a cascata sulle banche e sugli intermediari che detenevano le linee di credito dirette.
5. Infine, data le attese di un deterioramento nel mercato immobiliare statunitense, alcuni *hedge fund* si sono posizionati in maniera tale da beneficiare dalle discese nei prezzi sui mercati dei derivati associati ai *sub-prime*. A causa del loro ruolo di *market-maker*, i *dealer* hanno assunto la posizione opposta, che hanno solo parzialmente coperto. La caduta dei prezzi dei derivati a causa del deterioramento nel mercato dei *sub-prime*, avvenuta nel febbraio 2007, ha causato perdite inattese sulle posizioni in derivati detenute dai *market-maker*.

## 1.6. Conseguenze del sovraindebitamento

Le conseguenze della situazione di sovraindebitamento delle famiglie si possono venire a manifestare in seguito al modificarsi di alcune condizioni di stabilità macroeconomica e ottimismo finanziario (si pensi, a scenari futuri con aumento dei tassi di interesse, riduzione dei prezzi degli immobili, aumento dei tassi di disoccupazione) nonché delle condizioni di solvibilità degli stessi soggetti indebitati. I bassi tassi di interesse e le condizioni di stabilità macroeconomica hanno incoraggiato l'indebitamento delle famiglie nel corso degli ultimi anni, tanto che, come ricordato in apertura, il rapporto tra indebitamento e reddito familiare si attesta sopra il 150% per il Reno Unito nel 2006 e al 112% per gli Stati Uniti nel 2004.

La principale conseguenza di tale incremento nell'indebitamento è l'accresciuta vulnerabilità delle famiglie a cambiamenti avversi nelle condizioni macroeconomiche e finanziarie e la conseguente accresciuta probabilità di insolvenza delle stesse famiglie indebitate. In particolare, la situazione di sovraindebitamento delle famiglie si presenta particolarmente vulnerabile a incrementi nei tassi di interesse nonché a decrementi nei prezzi del mercato immobiliare e nel tasso di occupazione, come di seguito discusso.

---

<sup>20</sup> *Early payment default* qualifica un prenditore che non effettua alcun pagamento, oppure fallisce nei primi mesi dopo l'accensione del prestito *sub-prime*. Al fine di allineare gli incentivi dell'*originator* che sottoscrive il rischio e del *dealer* che effettua la *securitisation* del mutuo, il *dealer* che ha acquistato tale prestito può restituirlo all'*originator*. Si noti che la facoltà di restituzione spetta al *dealer* con riferimento all'intero pool di prestiti acquistati (e non al solo al singolo EPD), qualora il *pool* dei mutui trasferiti non fosse conforme al campione. (Si noti infatti che i *dealer* all'atto dell'acquisto dagli *originators* pagano un prezzo *bid* determinato sulla base di un campione di prestiti.)

### *1.6.1. Conseguenze dovute all'aumento dei tassi di interesse*

In presenza di sovraindebitamento, le variazioni nei tassi di interesse determinano le conseguenze più forti e diffuse, e criticamente dipendenti dal fatto che la concessione di prestiti avvenga a tassi fissi o variabili. Sebbene gran parte dei prestiti garantiti sia erogato a tassi variabili, come anticipato, le condizioni nella concessione di mutui variano a livello internazionale, con il Regno Unito tipicamente orientato alla concessione a tassi variabili e gli Stati Uniti alla concessione di mutui a tasso fisso. Una situazione di sovraindebitamento implica che le famiglie siano più esposte al rischio di variazioni nei tassi di interesse nei paesi con mutui concessi prevalentemente a tasso variabile, mentre sono le istituzioni finanziarie ad essere più esposte al rischio di tasso nei paesi che adottano la prassi del tasso fisso. E' bene precisare da subito che gli effetti della maggiore esposizione al rischio di interesse dipendono largamente dalla misura in cui la variazione nei tassi è attesa dalle famiglie al momento della contrazione del mutuo: è cioè necessario verificare se la variazione nei tassi è coerente con la normale variazione associata alle diverse fasi del ciclo economico, oppure è determinata da un cambiamento del regime nei tassi cui si associa uno spostamento della struttura a termine dei tassi (Debelle, 2004).

Nel Regno Unito, un paese con concessioni di mutui prevalentemente a tasso variabile, le conseguenze indotte da una situazione di sovraindebitamento sono potenzialmente maggiori rispetto agli Stati Uniti, un paese con concessioni di mutui storicamente a tasso fisso. I tassi di interesse variabili sono infatti più direttamente legati alle manovre di politica monetaria, e sono le famiglie indebitate, più che le istituzioni finanziarie, a sopportare le conseguenze di tali manovre. In tale sistema, se vi è una variazione al ribasso nei tassi di interesse che è percepita come permanente, come è stato fino al 2004, le famiglie optano per un incremento nel loro indebitamento e nelle spese poste in essere per l'acquisto della casa o per altre forme di consumo. Se invece si è in presenza di un aumento permanente nei tassi di interesse, come attualmente in corso, si determina un incremento delle somme dovute a titolo di rimborso del mutuo e quindi una riduzione del consumo in rapporto di circa uno a uno (Debelle, 2004).

Lo scenario oggi atteso per il Regno Unito è di un aumento (anche modesto) nei tassi di interesse che si aspetta si traduca in una riduzione della domanda futura di mutui da parte delle famiglie (che a sua volta si attende generi una riduzione dell'attività di concessione di mutui da parte degli intermediari) nonché in un aumento del peso della componente interessi nel rimborso dei prestiti, siano essi garantiti e non (Financial Services Authority, 2007). Un indebolimento delle condizioni macroeconomiche implicherebbe un aumento delle difficoltà delle famiglie nel far fronte al rimborso dei prestiti ricevuti, in quanto ogni eventuale incremento nel reddito potrebbe essere assorbito dagli effetti dell'incremento nei tassi di interesse, in maniera particolare per i soggetti che hanno contratto prestiti a tasso variabile.

In sostanza, alla tendenza oggi in atto nel Regno Unito di aumento nei tassi di interesse si associa una preoccupazione reale che molti consumatori abbiano una

visione troppo ottimistica del futuro e siano mal preparati ad un deterioramento delle condizioni macroeconomiche. Basti pensare che i più elevati prezzi dei carburanti - e i conseguenti aumenti nei costi delle utenze - hanno già determinato un'erosione del reddito familiare. Analogamente, come risulta da un'indagine condotta da Financial Services Authority (2007), un relativamente modesto incremento dei tassi di interesse (che si traduca in un aumento medio dei pagamenti su mutui pari al 10%) avrebbe un impatto abbastanza modesto sulla capacità di gran parte delle famiglie di rimborsare i prestiti contratti<sup>21</sup>; in caso invece di un più consistente aumento del 20% dei pagamenti dovuti a titolo di rimborso del mutuo, ben il 6% degli intervistati ha dichiarato che incorrerebbe in ritardi nei pagamenti.

### *1.6.2. Conseguenze dovute alla diminuzione del prezzo degli immobili*

Il continuo rafforzamento dei prezzi degli immobili ha generato una diffusa e sentita percezione degli stessi come strumento per il conseguimento di obiettivi finanziari sia di breve sia di lungo termine: in sostanza, molte famiglie britanniche considerano gli immobili come un investimento a medio-lungo termine e a basso rischio che continuerà a fornire rendimenti elevati (Financial Services Authority, 2007). Tuttavia, l'attuale situazione di maggiore indebitamento associato a più elevati tassi di abitazione di proprietà implica una maggiore esposizione del settore famiglie a cadute nel prezzo degli immobili.

Posto infatti che gli investimenti in immobili rappresentano la componente principale degli *asset* familiari, vi è il rischio che fluttuazioni nel livello dei prezzi degli immobili impattino sulla volatilità dei risparmi (specialmente orientati al sostentamento in età pensionabile) degli investitori. E' vero peraltro che fino ad oggi gli investimenti in immobili hanno avuto un effetto di contenimento sulla volatilità complessiva del bilancio familiare, per effetto da un lato della minore volatilità dei prezzi degli immobili rispetto alle attività finanziarie e dall'altro della sostanziale correlazione negativa tra prezzo degli immobili e delle attività finanziarie (Schich e Ahn, 2007). Non è chiaro però se tale tendenza continuerà in futuro. Gran parte dei dati recenti mostra infatti che la correlazione (negativa) tra prezzi degli immobili e delle attività finanziarie è andata sensibilmente riducendosi; inoltre è bene tener presente che agli immobili si associano forti rischi di liquidità e elevati livelli di leverage.

Gli effetti di una caduta nei prezzi degli immobili possono quindi essere compresi solo se esaminati unitamente alle caratteristiche del sistema in cui intervengono: in tal senso un maggior livello di indebitamento potrebbe costituire un significativo problema macroeconomico e finanziario. Si noti peraltro che le situazioni di dissesto finanziario non dovrebbero necessariamente aumentare in quanto le stesse sono primariamente una funzione della capacità delle famiglie di

---

<sup>21</sup> Il 10% degli intervistati ha dichiarato infatti che in una tale situazione si verrebbe a trovare in difficoltà nel rimborso del mutuo e delle altre obbligazioni finanziarie, il 3% ha dichiarato che incorrerebbe in ritardi nei pagamenti (metà dei quali con specifico riferimento ai pagamenti a titolo di rimborso del mutuo).

rimborsare i loro prestiti – e tale capacità è influenzata dal livello del reddito della famiglia e delle condizioni economiche del finanziamento, piuttosto che dal valore dell'immobile di proprietà (Debelle, 2004).

Ne discende che in relazione all'andamento del prezzo degli immobili, due sono gli scenari che si potrebbero prospettare negli anni a venire nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Un primo scenario (molto poco probabile) prevede un ulteriore aumento nel breve periodo dei prezzi degli immobili: ciò potrebbe determinare un incremento nella domanda di finanziamenti da parte del settore delle famiglie nonché pressioni sugli intermediari per fornire finanziamenti a soggetti con un indice prestiti su reddito già molto elevato. In tal senso per l'intermediario diverrebbe essenziale stimare in maniera quanto più adeguata possibile l'effettiva capacità di rimborso dei soggetti (Financial Services Authority, 2007).

Un secondo scenario si basa, al contrario, su una riduzione (anche modesta) nel prezzo degli immobili – che si noti pare essere la prospettiva più probabile (in particolare modo per gli Stati Uniti), basti pensare in tal senso alle previsioni di Greenspan (2007) che, con riferimento al mercato immobiliare statunitense, scrive “I prezzi scenderanno ancora molto”. O ancora, ai significativi e diffusi cambiamenti nella percezione del valore degli immobili da parte delle famiglie statunitensi: a fine 2006 si è registrata la percezione più negativa degli ultimi dieci anni in merito alla variazione nel valore degli immobili, nonostante l'indice di fiducia complessiva delle famiglie statunitensi – noto come Sentiment Index – sia rimasto stabilmente sopra il suo valore storico medio (Reuters – University of Michigan, 2006). Basti pensare che a fronte di una crescita attesa del 3% nei consumi delle famiglie statunitensi, si prevede un declino degli investimenti residenziali nel 2007 rispetto al 2006 (Reuters – University of Michigan, 2006). Sorprendentemente però al 2006 le attitudini all'acquisto di immobili sono rimbalsate dal livello minimo (sebbene rimangono a bassi livelli rispetto ai picchi del passato) probabilmente per effetto degli allettanti bassi tassi di interesse, mentre le condizioni di vendita erano considerate meno favorevoli a fine 2006, tanto da indurre a posporre le offerte di vendita (Reuters – University of Michigan, 2006).

In ottica prospettica, tale scenario di riduzione nei prezzi e della fiducia nel settore immobiliare potrebbe qualificarsi come una fonte di contrazione della domanda di nuovi mutui da parte delle famiglie, e potrebbe essere fonte di una riduzione per le famiglie già indebitate del loro livello di fiducia complessiva e di spesa (ma sarebbe fonte solo in via eventuale di stati di insolvenza per alcune delle famiglie che già hanno contratto prestiti). Se la volatilità dei prezzi degli immobili dovesse aumentare, o vi fosse un incremento nel livello di rischio associato agli investimenti immobiliari, le famiglie dovrebbero mutare radicalmente i loro consumi e risparmi, ed altresì dovrebbero trasformare la composizione delle loro attività e passività.

In particolare, negli Stati Uniti, all'intervenuto rallentamento del mercato immobiliare, gli intermediari finanziari hanno reagito abbassando drasticamente gli standard per la qualificazione del merito di credito, nonché aumentando le concessioni di finanziamento a fronte di uno stesso immobile e contraendo la necessità di documentazione da accompagnare alla pratica di concessione fido. A

tale proposito emerge che il peggioramento degli standard è stato particolarmente vistoso per i mutui *sub-prime* e A-alt: l'80% dei mutui *sub-prime* erogati nel 2006 ha impiegato tassi ingannevoli, l'80% degli A-alt è stato concesso senza che venisse presentata documentazione dal parte del potenziale finanziato e il valore dei prestiti concessi rispetto ai beni dati in garanzia si è attestato al 90% (Economist, 2007). Come nelle attese degli intermediari finanziari, ciò ha determinato un aumento della domanda di finanziamenti, specialmente nel segmento *sub-prime* e Alt-A (che nel 2006 hanno costituito circa il 40% del mercato dei nuovi prestiti).

### 1.6.3. Conseguenze dovute alla perdita di reddito

L'incremento nel rapporto indebitamento-reddito rende alcune famiglie più vulnerabili a *shock* nel loro livello di reddito, a parità di altre condizioni (Dyan e Kohn, 2007). Posto che i pagamenti dovuti a titoli di rimborso del finanziamento rappresentano delle obbligazioni il cui ammontare e *timing* non possono essere generalmente rinegoziati se non sostenendo un costo, riduzioni nel livello di reddito (a parità di altre condizioni) diminuiscono i fondi disponibili per il consumo corrente in misura maggiore per i soggetti più indebitati. In sostanza, oggi pare che variazioni negative nel livello di reddito possono avere effetti più ampi sui consumi e sulla domanda aggregata di quanto non fosse in passato.

Nonostante le variazioni avverse nel livello di reddito siano un fenomeno tutt'altro che infrequente, si riscontra per il Regno Unito la mancata detenzione da parte delle famiglie di adeguate riserve finanziarie per far fronte a situazioni di riduzione del reddito (Kempson e Atkinson, 2006). In un'indagine condotta da Financial Services Authority (2007), prendendo a campione soggetti con un'occupazione lavorativa, ed il cui partner fosse ugualmente occupato, si è inteso verificare gli effetti di una riduzione nel livello di reddito del 25% per un periodo di tre o più mesi. L'azione di risposta più comune a tale riduzione è stata la contrazione nel livello di spesa, seguita dal prelevamento di denaro dal conto corrente di corrispondenza o dai depositi a risparmio, ed infine da un aumento del numero di ore lavorate. Data la difficoltà del porre in essere rimedi del tipo riduzione delle spese o aumenti nelle ore di lavoro, e dato che solo un terzo degli intervistati detiene risparmi cui ricorrere in una tale situazione, emerge con chiarezza la vulnerabilità delle famiglie con almeno un componente lavoratore a riduzioni nel livello di reddito. In particolare i gruppi di famiglie più vulnerabili sono caratterizzati o da bassi redditi o da sovraindebitamento.

In tal senso, in situazioni di sovraindebitamento emerge una maggiore vulnerabilità delle famiglie a riduzioni nel livello di reddito (indotte in particolare da un aumento nel tasso di disoccupazione) nonché a riduzioni nel livello di reddito atteso. Se i livelli relativamente bassi di disoccupazione, unitamente a elevati livelli dell'attività economica, hanno determinato un aumento dei redditi, che a sua volta ha consentito alle famiglie di incrementare il loro indebitamento, oggi si prevede per il Regno Unito a breve termine un innalzamento del tasso di disoccupazione, già nel corso dello stesso 2007. Tale aumento nel tasso di

disoccupazione - e la minore sicurezza del posto di lavoro – determineranno a loro volta una contrazione nella crescita del reddito delle famiglie britanniche e soprattutto una riduzione della loro fiducia. Preme precisare da subito che le attese per il mercato statunitense sono ben diverse, con un'economia che – mercato immobiliare a parte – si prevede rimarrà forte, con un tasso di disoccupazione pari al 4,5% e con attese di forte crescita nel mercato del lavoro (Economist, 2007): in tal senso le considerazioni di seguito proposte in merito alle conseguenze del sovraindebitamento associate alla riduzione nel livello del reddito per effetto della perdita del posto di lavoro paiono essere più prettamente rilevanti per il Regno Unito che non per gli Stati Uniti.

Dall'aumento del tasso di disoccupazione discende che le stesse famiglie britanniche potrebbero, da un lato, essere meno propense ad accedere a nuovi finanziamenti; e, dall'altro, trovarsi in condizioni di difficoltà finanziaria nel rimborso dei prestiti già contratti in caso di sovraindebitamento. In periodi di disoccupazione, le famiglie già indebitate troveranno infatti più difficile continuare a rimborsare regolarmente i prestiti (contratti generalmente nella forma del mutuo ipotecario), e saranno pertanto più soggette a fenomeni di bancarotta. Ciò potrebbe generare un aumento delle vendite di immobili da parte dei soggetti in difficoltà finanziarie, che a sua volta contribuirebbe ad alimentare una riduzione a spirale dei prezzi degli immobili. Le difficoltà finanziarie saranno più acute se la crescita nei tassi di disoccupazione si associa ad aumenti nei tassi di interesse, come si prospetta del resto la situazione del Regno Unito (Debelle, 2004).

La distribuzione dell'indebitamento tra le famiglie impatta sulla portata degli effetti dell'aumento dei tassi di disoccupazione. Livelli maggiori di disoccupazione interessano generalmente segmenti limitati della popolazione. Il vero problema risiede nei casi in cui le famiglie interessate da un più elevato rischio di disoccupazione siano anche le famiglie più indebitate (Debelle, 2004).

In via generale, i dati storicamente disponibili indicano che l'incidenza della disoccupazione tende ad essere maggiore per i nuovi entranti nel mercato del lavoro e per le famiglie a basso reddito; ma queste stesse famiglie mostrano anche i livelli di indebitamento più contenuti, a causa dei bassi tassi di proprietà dell'abitazione: in sostanza, il tasso di coincidenza tra famiglie con maggiori rischi di disoccupazione e famiglie con elevati livelli di indebitamento si è attestato storicamente a bassi livelli. Al contrario, sono più esposte ai rischi dell'aumento del tasso di disoccupazione le famiglie neo-proprietarie della loro abitazione, che peraltro rappresentano una frazione limitata dell'intera popolazione dei soggetti indebitati. Tuttavia, le conseguenze indotte dall'aumento del tasso di disoccupazione riguardano una parte rilevante dei soggetti indebitati in quanto le famiglie sono esposte per periodi di tempo più lunghi della loro vita lavorativa al rimborso dei prestiti contratti: vi è pertanto una maggiore probabilità che si verifichino situazioni di perdita del posto di lavoro quando la quota dovuta a titolo di rimborso sia ancora una parte rilevante del reddito familiare.

Preme infine precisare che il grado di indebitamento e di propensione al consumo delle famiglie sono particolarmente sensibili anche alle variazioni nei livelli attesi dei redditi futuri (Pagano, 1990). Se da un lato le famiglie sono

meglio in grado di finanziare maggiori livelli di consumo in presenza di aspettative di crescita dei redditi da lavoro, dall'altro la percezione dell'eccessivo ottimismo delle precedenti aspettative determina shock negativi sulla capacità di consumo e di indebitamento. Ripercorrendo la storia britannica degli ultimi 20 anni, King (1990) osserva che gran parte del *boom* nei consumi osservato a fine anni ottanta nel Regno Unito può essere attribuito ad aspettative di aumenti nei redditi futuri, e che la successiva flessione è stata invece resa più forte dalla percezione che le medesime aspettative fossero in realtà eccessivamente ottimistiche: pare questa una situazione con tratti di spiccata similarità a quella odierna.

#### *1.6.4. Conseguenze derivanti dall'aumento nei tassi di insolvenza*

Si propone da ultima l'analisi delle conseguenze derivanti dall'aumento dei tassi di insolvenza, indagando dapprima gli effetti relativi alle insolvenze sui prestiti non garantiti erogati nel Regno Unito e successivamente le attese per la crisi statunitense dei mutui *sub-prime*.

#### *1.6.5. Sui prestiti non garantiti nel Regno Unito*

Una parte sostanziale dei prestiti è concessa dalle banche britanniche nella forma del mutuo, con un basso rapporto medio tra prestito concesso e valore del bene in garanzia (pari a circa il 45%). Tale pratica costituisce un importante cuscinetto che protegge le banche da eventuali perdite. Il vero problema si associa ai prestiti non garantiti, il cui ammontare – come detto - è cresciuto sensibilmente nel corso degli ultimi 5 anni. Sebbene infatti la gran maggioranza dei prestiti bancari sia garantita da beni immobili e i tassi di *write off* su tali prestiti siano sostanzialmente bassi, i tassi di *write off* sui prestiti non garantiti sono aumentati, in parte come risultato dell'elevato incremento nelle insolvenze registrato nel 2006. L'aumento delle insolvenze individuali pare costituire una sacca di vulnerabilità all'interno del settore delle famiglie britanniche (Bank of England, 2007). Parte di tale aumento può riflettere un cambiamento strutturale dell'attitudine delle famiglie nei confronti dell'insolvenza. Ne discende che risulta particolarmente incerta la previsione dell'andamento futuro delle insolvenze, da cui segue che le banche britanniche potrebbero attualmente sottostimare le perdite future associate a tali insolvenze. Ciò nondimeno, si ricordi che le banche commerciali stanno via via rendendo più stringenti i requisiti nella determinazione del merito di credito, e che si osserva una contrazione nell'ammontare dei prestiti non garantiti concessi alle famiglie.

In sintesi, Bank of England (2007) ritiene che, nonostante la probabilità di perdite su larga scala derivanti dalle insolvenze del settore famiglie rimanga limitata, essa è andata aumentando seppure in maniera contenuta negli ultimi mesi. La metodologia impiegata da Bank of England (2007) per stimare l'impatto di tale fattore di vulnerabilità sul sistema finanziario britannico si basa sulla



formulazione di scenari alternativi (con una metodologia di tipo *what if*) ipotizzando diversi sviluppi macroeconomici e diversi comportamenti degli intermediari. A titolo di esempio, un'analisi *what if* basata su ipotesi di tassi di *write off* sui prestiti non garantiti superiori ai livelli attesi<sup>22</sup> si traduce in un impatto sul capitale delle banche (cosiddetto "Tier 1" adottando la terminologia di Basilea 2) compreso tra il 15% e il 18%.<sup>23</sup>

#### 1.6.6. Sui sub-prime negli Stati Uniti

Al rallentamento del mercato immobiliare, come anticipato, per far fronte al calo della domanda, gli intermediari hanno reagito mediante la concessione di nuovi mutui *sub-prime* a condizioni particolarmente vantaggiose. Il fatto però che questi stessi mutui siano rinegoziati a tassi più elevati, e che i prenditori con redditi insufficienti non sono stati in grado di rimborsare le loro obbligazioni, la crisi si è manifestata. Si stima che circa il 60% dei prestiti a tasso variabile erogati dal 2004 vedranno rinegoziate le loro condizioni, sì da aumentare del 25% o più l'onere degli stessi (Economist, 2007).

Pochi prenditori possono far fronte a tale situazione: ora che i prezzi degli immobili sono stabili – o in alcuni casi in diminuzione – la pratica della rinegoziazione del debito non è infatti più utilmente impiegabile. Le principali difficoltà si prevedono in particolare per le famiglie i cui immobili hanno un valore inferiore al debito contratto: ben il 7% delle famiglie statunitensi si trovava in tal situazione di equity negativo a dicembre 2006. La situazione è ancora più critica per le famiglie divenute proprietarie dell'abitazione in tempi recenti: il 18% delle famiglie che ha contratto mutui nel 2006 si trova oggi in una situazione di equity negativo (Economist, 2007). Elevati pagamenti a titolo di rimborso e equity negativo rappresentano una combinazione particolarmente dannosa: circa il

---

<sup>22</sup> Lo scenario di stress sotto analisi ipotizza un aumento (poco probabile) del tasso di *write off* sui prestiti non garantiti dall'attuale 5% a valori compresi tra il 6% e il 10% nel corso dei successivi 3 anni. Tale ipotesi si basa su quanto osservato nelle recenti esperienze sperimentate dopo la bolla speculativa del 2001 da Stati Uniti (tasso di *write off* che ha raggiunto l'8%) e Hong Kong (con un tasso balzato dal 5,5% al 13,3% in un anno).

<sup>23</sup> A livello complessivo – ovvero tenuto conto delle interdipendenze tra i diversi fattori di vulnerabilità che oggi interessano il Regno Unito, tra cui: bassi premi sui tassi di interesse per la detenzione di rischio, elevato e crescente leverage in alcune parti del segmento corporate, dipendenza delle istituzioni finanziarie dalle infrastrutture di mercato, ampie diversità nei saldi finanziari delle varie economie - da tale analisi emerge una sostanziale capacità di copertura del rischio complessivo per il sistema finanziario britannico. Ciò deriva dall'effetto combinato, da un lato, dell'aumentato livello di rischio assunto dalle istituzioni finanziarie; e, dall'altro, dalla maggiore dipendenza dalle istituzioni e infrastrutture responsabili del *pricing* e della gestione di tale rischio. L'incremento nel livello di rischio assunto discende a sua volta dall'ancoraggio ad aspettative di stabilità macroeconomica nonché da un'intensa concorrenza nel settore finanziario per l'acquisizione di nuovi segmenti di attività/clientela. Contestualmente, le accresciute interdipendenze all'interno del sistema finanziario trovano ragione nel trasferimento di *pricing* e gestione dei rischi dagli intermediari al mercato. Tali fattori congiunturali e strutturali – considerati congiuntamente – sono la fonte di un'amplificazione dei rischi nel sistema finanziario britannico.

13% di beni dati in garanzia sui mutui a tasso variabile erogati tra il 2004 e il 2006 saranno oggetto di riscatto (Economist, 2007). Si noti peraltro che le insolvenze saranno concentrate - e non diffuse: solo il 7% dei mutui a tasso variabile sarà interessato da insolvenze, mentre ben il 33% dei nuovi mutui a tassi "ingannevoli" risulterà in default. La previsione è del 2008 come anno più difficile, a causa della concentrazione delle rinegoziazioni.

E' opportuno però precisare che le speculazioni in merito al grado di diffusione e intensità delle attuali difficoltà del mercato dei mutui *sub-prime* si configurano variamente, ma la maggior parte degli osservatori sembra ritenere che l'attuale crisi non si estenderà (Economist, 2007). La ragione addotta è che il numero dei prestiti in default è troppo basso per generare panico nella comunità degli altri prenditori: anche se un quinto degli attuali \$650 bilioni di *sub-prime* adjustable rate dovessero rivelarsi insolventi, ciò costituirebbe una lieve battuta d'arresto al mercato statunitense dei prestiti pari a \$40 trilioni (Economist, 2007). In tal senso anche banche quali HSBC e Wells Fargo, due dei principali operatori nel mercato statunitense dei *sub-prime*, e Bear Sterns, il maggiore *underwriter* di mortgage-backed securities, dovrebbero essere in grado di far fronte alle perdite sui mutui *sub-prime*, in quanto questi ultimi costituiscono una piccola parte delle loro attività. Si noti che pare al contrario delinearsi l'opportunità di acquistare gli asset degli operatori in difficoltà sul mercato *sub-prime* a prezzi convenienti.

Peraltro il numero dei critici rispetto a questa posizione aumenta: in particolare essi ritengono che le attuali contrazioni nel mercato *sub-prime* segnalano l'inizio di un più ampio *crunch* nel mercato del credito, a sua volta fonte di una fase di recessione dell'economia nel suo complesso (Economist, 2007). In tal senso si intravedono similarità tra la crisi dei mutui *sub-prime* e la bolla speculativa dei titoli tecnologici: sulla linea di quanto argomentato da Roach (2007), così come il fallimento di alcune società tecnologiche nel 2006 si è esteso tanto da determinare una correzione nel mercato mobiliare e da indurre una potenziale recessione, allo stesso modo le insolvenze sui prestiti più rischiosi possono generare un dissesto nell'intero mercato dei finanziamenti.

## Bibliografia

- Athreya, K.: 2004, 'Shame as It Ever Was: Stigma and Personal Bankruptcy', Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 90/1, 1-19.
- Bank of England: 2003-2007, *Financial Stability Report*, Issue n. 15-21, Londra, Regno Unito.
- Bank of England: 2006b, 'The state of British household finances: results from the 2006 NMG Research Survey', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q4.
- Berthoud, R., Kempson, E: 1992, *Credit and debt: the PSI report*, Policy Studies Institute, Londra, Gran Bretagna.
- Bucks, B.K., Kennickell, A.B., Moore, K.B.: 2006, *Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence from the 2001 and 2004 Survey of Consumer Finances*, Federal Reserve Bulletin.
- Citizens Advice Bureau (CAB): 2006, *Deeper in debt. The profile of CAB debt clients*, Social Policy Department, Londra, Gran Bretagna.
- Credit Card Research Group (CCRG): 2002, *Debt Behind the Headlines*, Gran Bretagna.
- Credit Management Research Centre (CMRC): 2003, *Debt Survey 2003: Debt Management, Collection and Recovery*, Leeds University Business School, Regno Unito.
- Debelle, G.: 2000, 'Macroeconomic implications of rising household debt', *BIS Working Papers* n. 153, Basilea, Svizzera.
- Department of Trade and Industry (DTI): 2004, *Tackling over-indebtedness*, Londra, Gran Bretagna.
- Dynan K.E., Kohn, D.L.: 2007, 'The Rise in U.S. Household Indebtedness: Causes and Consequences', *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs*, Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Economist: 2007, *Cracks in the façade*, 25 Settembre.
- Federal Reserve Board: 1983, 1989, 1992, 1995, 1998, 2001, 2004, *Survey of Consumer Finances*, Washington.
- Financial Service Authority (FSA): 2007, *The Financial Risk Outlook*, Londra, Regno Unito.
- Financial Service Authority (FSA): 2006, *Levels of Financial Capability in the UK: Results of a Baseline Survey*, Consumer Research Paper, n. 47, Londra, Regno Unito.

- Girouard, N., Kennedy, M., André, C.: 2006, "Has the Rise in Debt Made Households More Vulnerable?", OECD Economics Department Working Papers, No. 535, OECD Publishing, Parigi, Francia.
- Girouard, N., Blöndal, S.: 2001, 'House prices and economic activity', *Economics Department Working Paper*, n. 279, OECD, Parigi, Francia.
- Green, M.: 2007, "What happens if the Glass Breaks?", *Joint Meeting of the Law and Society Association and the Research Committee on Sociology of Law*, Humboldt University, Berlino, Germania.
- Greenspan, A.: 2007, *The Age of Turbulence. Adventures in a New World*, Penguin Press HC.
- Hamilton, R.: 2003, 'Trend in households' aggregate secured debt', Bank of England Quarterly Bulletin, 271-180.
- Kempson, E.: 2002, "Over-indebtedness in Britain", *A report of the Department of Trade and Industry*, Londra, Regno Unito.
- Kempson, E., Atkinson, A.: 2006, Overstretched: People at risk of financial difficulties, Personal Finance Research Centre, University of Bristol, Regno Unito.
- Kempson, E., McKay, S., and Willitts, M.: 2004, "Characteristics of families in debt and the nature of indebtedness", *A report on behalf of the Department for Work and Pensions*, Leeds, Regno Unito.
- King, M.: 1990, 'Discussion', *Economic Policy* 11, 383-387.
- Li, W.: 2005, "Moving Up: Trends in Homeownership and Mortgage Indebtedness", *Business Review*, Philadelphia Federal Reserve Bank, Philadelphia.
- McKay, S., Collard, S.: 2004, 'Developing Survey Deprivation Questions for the Family Resources Survey', *Department for Work and Pensions Working Paper*, n. 13, Londra, Gran Bretagna.
- Oxera: 2004, *Are UK Households Over-Indebted?*, Oxford, Regno Unito.
- Pagano, M.: 1990, 'Discussion', *Economic Policy* 11, 387-390.
- PricewaterhouseCoopers (PwC): 2002, *Precious Plastic*, Londra, Regno Unito.
- PricewaterhouseCoopers (PwC): 2006, *Living on tick: the 21st century debtor*, Londra, Regno Unito.
- Ramsay, I.: 2004, "Consumer credit regulation as 'The third way'?", *Keynote Address Australian Credit at the Crossroads*, 8th-9th November, Melbourne, Australia.
- Reuters – University of Michigan: 2006, *Surveys of Consumers*, December, Ann Arbor, Michigan.
- Roach, S.: 2007, 'The Great Unraveling', Morgan Stanley Global Economic Forum, 16 marzo, Pechino.
- Schich, S., Ahn, J-H.: 2007, 'Housing Market and Household Debt: Short-term and long-term risks', *Financial market trends*, n. 92, OECD, Parigi, Francia.
- Tsatsaronis, K., Zhu, H.: 2004, 'What drives housing price dynamics: cross-country evidence', *BIS Quarterly Review*, 65-78.
- Weinberg, J.A.: 2006, 'Borrowing by U.S. Households', Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 92/3, 177-194.

## Capitolo 2

### *Il sovraindebitamento delle famiglie tedesche*

#### Introduzione

Il fenomeno del sovraindebitamento è una delle tematiche maggiormente studiate negli ultimi anni dai governi di diversi paesi del mondo a causa dei risvolti sociali che ad esso si accompagnano. Anche in Germania il problema del sovraindebitamento è stato oggetto di diverse indagini nel corso degli ultimi anni ed è attualmente al centro dell'attenzione del governo in quanto gli effetti da esso prodotti si ripercuotono pesantemente sull'intera società.

Il lavoro propone dapprima una panoramica sulle diverse possibili definizioni del fenomeno oggetto di indagine, quindi prosegue con l'analisi del sovraindebitamento basata sull'osservazione congiunta del contesto economico che caratterizza la Germania dei fattori che determinano la nascita del problema e delle conseguenze che esso comporta sia a livello individuale, sia a livello aggregato. La prima parte del lavoro è dedicata alla descrizione della situazione patrimoniale e finanziaria delle famiglie tedesche e della sua evoluzione nel corso del tempo. Nel seguito viene proposta una riflessione su quelle che sembrano essere le cause più accreditate che portano all'emergere delle situazioni di sovraindebitamento sulla drammaticità delle conseguenze che esso provoca sugli individui, sulle famiglie e sulla società in senso più generale.

#### 2.1. Definizione

Una tra le principali problematiche che riguardano l'analisi del fenomeno del sovraindebitamento è relativa alla definizione stessa dell'oggetto di osservazione. Non esiste, infatti, una definizione univoca dello stesso in quanto il confine tra una normale situazione di indebitamento e il sovraindebitamento non può essere tracciato in senso assoluto; il passaggio da una condizione di normalità ad una di difficoltà non avviene mai in un istante ben preciso, ma è frutto di una serie di

eventi e di condizioni economico sociali che caratterizzano la vita dei consumatori.

Secondo la definizione adottata dal Federal Ministry for Family Affairs, Senior Citizens, Women and Youth nel secondo rapporto sulla ricchezza e povertà, una famiglia è considerata sovraindebitata quando il suo reddito risulta insufficiente per ripagare le proprie obbligazioni per un periodo di tempo medio lungo, se non in seguito ad una riduzione del tenore di vita<sup>24</sup>.

Una definizione analoga è presente nel German Insolvency Code (Insolvenzordnung) nel punto in cui viene specificato che il sovraindebitamento consiste nella “impossibilità, presente o futura, di ripagare il debito secondo la tempistica predefinita”; secondo il Codice Civile (Bürgerliches Gesetzbuch, BGB) il creditore può notificare la messa in mora del debitore in seguito al mancato puntuale rimborso di almeno due rate del prestito contratto. Sebbene lo stato di difficoltà e di illiquidità possa insorgere anche molto tempo prima, è soltanto la dichiarazione di messa in mora che, per la legge, dà luogo all’insorgere di una situazione di sovraindebitamento. A questo punto per l’individuo o per la famiglia interessata, il sovraindebitamento da problema economico si trasforma automaticamente in un problema di povertà e di esclusione sociale con una serie di risvolti negativi in termini di innalzamento del costo della vita, di difficoltà di accesso ai servizi finanziari e di impossibilità di partecipare allo sviluppo economico e sociale del proprio paese (Haas, 2006).

## 2.2. La situazione patrimoniale e finanziaria delle famiglie tedesche

Prima di analizzare in dettaglio la dimensione e la diffusione del sovraindebitamento in Germania è utile descrivere l’evoluzione della situazione finanziaria delle famiglie tedesche nel corso dell’ultimo decennio prendendo in considerazione i fattori che hanno determinato tale scenario.

Nei principali paesi industrializzati l’indebitamento delle famiglie risulta in costante crescita da almeno un ventennio, sia in termini assoluti che in rapporto al reddito (Debelle 2004); tale crescita è in gran parte attribuita all’agire congiunto di due fattori: l’allentamento degli standard di accesso al credito che ha fatto seguito al processo di deregolamentazione finanziaria iniziato negli anni Ottanta e la contemporanea riduzione dell’inflazione e dei tassi di interesse, sia reali che nominali. Prima degli anni Ottanta, infatti, la concessione del credito era sottoposta a vincoli particolarmente stringenti da parte delle autorità di vigilanza; tali vincoli potevano essere espressi sotto forma di limiti espliciti all’ammontare e alla composizione del credito concesso dalle banche, oppure sotto forma di azioni di *moral suasion*. I prestiti venivano concessi solo ed esclusivamente per

---

<sup>24</sup> “A household is regarded to be overindebted when its income, in spite of a reduction of the living standard, is insufficient to discharge all payment obligations over a longer period of time”. The Federal Government’s 2<sup>nd</sup> Poverty and Wealth Report.

finanziare l'acquisto di abitazioni e non erano diffusi sul mercato prodotti per il credito al consumo. Anche le banche erano soggette ad altrettanti vincoli in funzione del tipo di operatività pertanto non tutte erano autorizzate a concedere il credito nelle diverse forme. È solo a partire dagli anni Ottanta che tali vincoli vengono gradualmente eliminati e contestualmente si osserva un processo di internazionalizzazione dei mercati creditizi che porta ad una maggior concorrenza tra istituzioni di paesi diversi grazie anche all'eliminazione dei vincoli all'attività delle banche (Debelle 2004).

Di conseguenza le famiglie hanno beneficiato a loro volta di una riduzione dei vincoli di liquidità e hanno incrementato la quota di debito in modo tale da ottimizzare l'andamento dei loro consumi nel corso della vita. Tale comportamento risulta coerente con le principali teorie economiche basate sui cosiddetti modelli del "ciclo vitale", secondo cui ciascuna famiglia sceglie un livello di consumo tale da massimizzare la propria utilità durante l'intero periodo di vita e che sia compatibile con il vincolo di liquidità intertemporale; quest'ultimo impone che i consumi in ciascun periodo non eccedano la somma del valore attuale di tutti i redditi che la famiglia guadagnerà nel corso della vita e del valore della ricchezza netta<sup>25</sup>. Ciò significa che nei periodi in cui il reddito risulta relativamente basso rispetto a quello mediamente percepito nell'arco di vita, la famiglia tenderà ad indebitarsi per finanziare i consumi correnti rimborsando poi i prestiti nei periodi in cui il reddito aumenta. Dal momento che nella maggior parte dei casi il reddito familiare tende ad aumentare durante la vita lavorativa, il rapporto di indebitamento tende ad essere inizialmente elevato per poi calare gradualmente con l'aumentare dell'età<sup>26</sup>.

Il comportamento delle famiglie è peraltro influenzato da ulteriori vincoli: nella fase iniziale della vita lavorativa, quando il reddito è basso, alcune famiglie potrebbero non essere in grado di indebitarsi quanto desidererebbero per acquistare un'abitazione. Col trascorrere del tempo il reddito e il risparmio accumulato aumentano e le famiglie sono così in grado di mutuare la somma necessaria per l'acquisto della casa sostenendo anche i costi dovuti alla parte non coperta dal mutuo. Ciò spiega il motivo per cui il processo di deregolamentazione avviato dagli anni Ottanta nel mercato finanziario ha avuto un forte impatto sulle abitudini di consumo e di indebitamento delle famiglie.

Un altro fattore contribuisce a spiegare l'aumento della propensione all'indebitamento che si osserva nell'arco degli ultimi vent'anni: la scelta di indebitarsi o meno per acquistare l'immobile di residenza deve prendere in considerazione anche il fatto che la banca, normalmente, fissa un limite massimo alla quota di reddito che gli individui possono dedicare al servizio del debito, ossia al rimborso degli interessi e delle quote capitali. Il periodo considerato si caratterizza per una costante contrazione sia dei tassi di inflazione che dei tassi di interesse nominali, pertanto l'agire congiunto di questi due fattori ha consentito

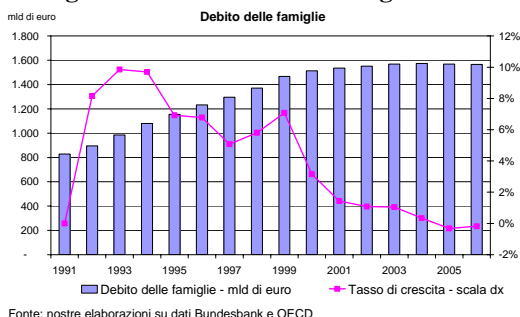
---

<sup>25</sup> La ricchezza netta è data dalla somma algebrica del valore degli asset finanziari, degli asset reali e del valore del debito.

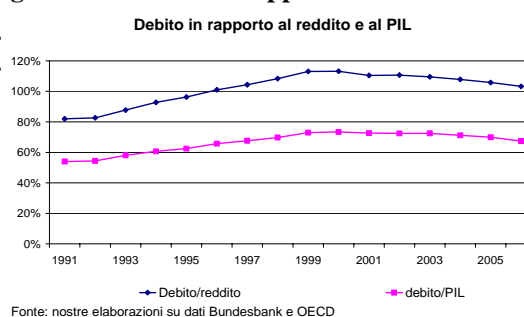
<sup>26</sup> Il riferimento all'età della famiglia è da intendersi come l'età del principale percettore di reddito.

alle famiglie di indebitarsi per importi maggiori a parità di massimali sul servizio del debito (Debelle 2004).

**Figura 2.1 – Debito delle famiglie**



**Figura 2.2 – Debito in rapporto al reddito al PIL**



*Fonte: nostre elaborazioni su dati Bundesbank e OECD*

Contrariamente a quanto accade nei principali paesi industrializzati, il debito contratto dalle famiglie tedesche non aumenta costantemente nel corso degli ultimi due decenni (figura 2.1). Dal 1991 al 2006 il debito aumenta da circa 800 miliardi di euro a oltre 1.500, tuttavia la maggior parte di questa crescita si concentra negli anni Novanta; il tasso di aumento del debito in questo periodo oscilla, infatti, tra valori del 5% e 10%. Nel periodo che segue, il ritmo di crescita si riduce notevolmente sino a diventare perfino negativo nell'ultimo biennio considerato. Anche l'andamento del rapporto di indebitamento<sup>27</sup> è pressoché identico; anche questo indicatore risente non soltanto delle scelte di composizione di portafoglio delle famiglie, ma anche di fattori macroeconomici. In buona parte del periodo considerato il tasso di inflazione diminuisce e ciò si ripercuote in un aumento del numeratore, poiché le famiglie possono aumentare la quota di debito grazie alla riduzione dei tassi di interesse nominali, inoltre si ripercuote anche in una minore crescita del reddito in termini nominali: l'erosione del valore nominale del debito risulta quindi più lenta e il rapporto di indebitamento nel complesso aumenta.

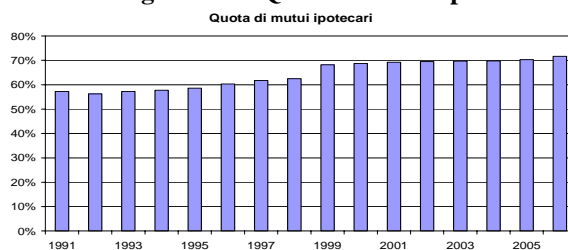
La situazione creditizia delle famiglie tedesche appare complessivamente positiva in quanto non vi sono indicatori che possano far sorgere dubbi circa la capacità di ripagare i debiti interamente e secondo le regolari scadenze; anzi, la quota di reddito destinata al rimborso del debito si presenta in diminuzione.

Le motivazioni che spiegano il diverso comportamento delle famiglie tedesche rispetto al resto del mondo sono riconducibili a due fattori caratteristici di questo paese: la riunificazione della Germania dell'Est con la Germania dell'Ovest e l'andamento del mercato degli immobili residenziali (Bartzsch, Stöss 2007 e Girouard, Kennedy, André 2007).

<sup>27</sup> Il rapporto di indebitamento è dato dal quoziente tra ammontare del debito contratto e reddito disponibile.



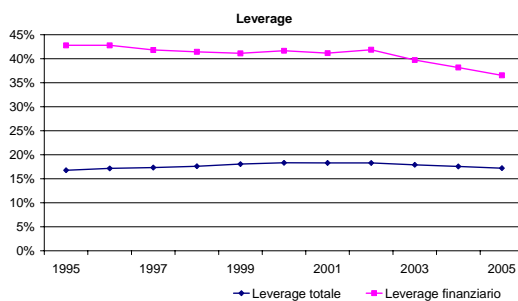
**Figura 2.3 – Quota di mutui ipotecari**



Fonte: nostre elaborazioni su dati Bundesbank e OECD

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bundesbank

**Figura 2.4 - Leverage**



Fonte: nostre elaborazioni su dati Bundesbank e OECD

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bundesbank

La maggior parte del debito delle famiglie tedesche (analogamente a quanto accade nel resto del mondo) è costituita da debiti a lunga scadenza nella forma di mutui ipotecari per finanziare l'acquisto dell'abitazione; nel 2006 oltre 70% del debito complessivamente contratto era riconducibile ad immobili residenziali. Ciò che differenzia il mercato tedesco rispetto al resto del mondo è il fatto che a partire dai primi anni Duemila la domanda di abitazione da parte delle famiglie diminuisce e tale diminuzione giustifica la più lenta crescita dei mutui ipotecari contratti dalle famiglie a partire dal nuovo millennio.

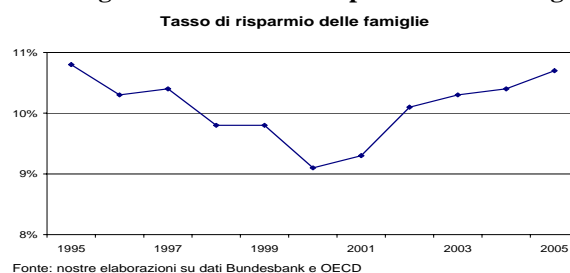
In via propedeutica all'analisi della sostenibilità del debito contratto dalle famiglie è utile calcolare un indicatore del grado di *leverage* che caratterizza la loro situazione finanziaria; il grado di leva viene in genere misurato dal rapporto tra il debito e la ricchezza totale (*asset* finanziari e *asset* immobiliari) delle famiglie.

Le famiglie tedesche sono storicamente creditrici nei confronti degli altri settori economici, l'ammontare della loro ricchezza risulta notevolmente superiore rispetto al valore del debito contratto. Nel 2005, ad esempio, la ricchezza finanziaria si aggirava attorno ai 4.300 miliardi di euro, il patrimonio, costituito da immobili residenziali e altri *asset*, era circa di 4.800 miliardi di euro, mentre la ricchezza netta (al netto dei debiti) ammontava a circa 7.500 miliardi di euro, ossia il 500% del reddito disponibile (Tabella 2.5). Il livello raggiunto dalle

componenti attive e passive della ricchezza delle famiglie delinea una situazione piuttosto positiva poiché, almeno a livello aggregato, significa che le famiglie sono in grado di affrontare e reagire a eventuali shock del mercato finanziario e del mercato reale; anche dal punto di vista del confronto internazionale le famiglie tedesche occupano una posizione soddisfacente.

Nonostante nel periodo 1991-1999 il debito aumenti a velocità sostenuta, il corrispondente grado di *leverage* finanziario<sup>28</sup> rimane piuttosto stabile, attorno al 42% circa; nel periodo seguente tale indicatore subisce una diminuzione sino a raggiungere valori vicini al 37% grazie al fatto che le famiglie hanno leggermente diminuito la domanda di mutui ipotecari per gli immobili abitativi, ma, contestualmente, hanno continuato a mantenere elevato (e crescente) il tasso di risparmio). Anche il grado di *leverage* totale<sup>29</sup> rimane costantemente attorno ad un livello del 18% circa per l'intero periodo considerato; la differente evoluzione del grado di *leverage* totale rispetto al *leverage* finanziario è dovuto al fatto che nell'ultimo quinquennio osservato l'investimento in immobili residenziali diminuisce, i prezzi del mercato immobiliare cominciano a stabilizzarsi e le famiglie mantengono elevata la quota di investimenti finanziari (Bartzsch, Stöss, 2007). L'analisi del grado di *leverage* risulta fondamentale per valutare la sostenibilità del debito contratto dalle famiglie poiché una diminuzione dei prezzi degli immobili residenziali provocherebbe un deterioramento di questo indicatore dal momento che diminuirebbe soltanto il valore delle attività, ma non il corrispondente valore del debito (che è fisso in termini nominali); inoltre, se le famiglie dovessero trovarsi in difficoltà a causa di tale situazione e provassero a vendere le proprie abitazioni per ripagare i debiti, si innescherebbe una spirale deflazionistica che finirebbe con l'aumentare la velocità di contrazione del grado di *leverage* (Debelle 2004).

**Figura 2.5 – Tasso di risparmio delle famiglie**

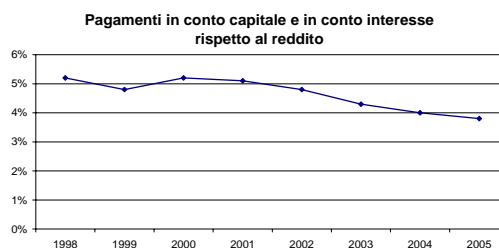


Fonte: nostre elaborazioni su dati Bundesbank e OECD

<sup>28</sup> Il leverage finanziario è dato dal rapporto tra il totale dei debiti e la ricchezza finanziaria.

<sup>29</sup> Il leverage totale è dato dal rapporto tra il totale dei debiti e la somma della ricchezza finanziaria e non finanziaria.

**Figura 2.6 – Pagamenti in conto capitale e in conto interesse rispetto al reddito**



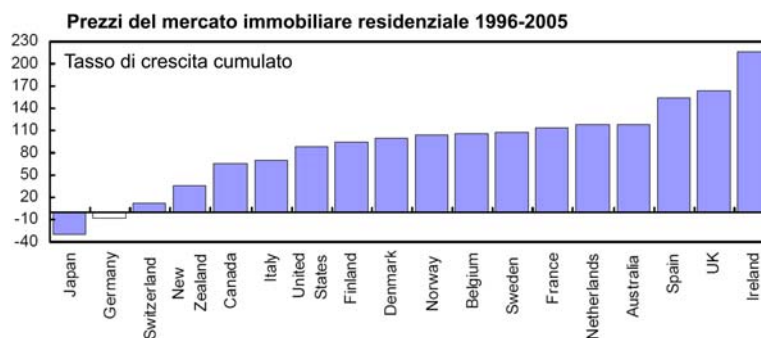
Fonte: International Monetary Fund

Fonte: International Monetary Fund

Gli sviluppi del mercato immobiliare risultano fondamentali per analizzare la sostenibilità dei debiti contratti dalle famiglie, inoltre, nel caso della Germania, l'importanza di questo fattore aumenta in quanto, storicamente, la quota di ricchezza delle famiglie costituita da immobili risulta notevolmente più elevata rispetto agli altri paesi.

Contrariamente ai principali paesi industrializzati, la quota di *asset* immobiliari tra le attività delle famiglie risulta in diminuzione nell'arco del periodo di osservazione e ciò a causa di quella che abbiamo già indicato come un'altra anomalia del mercato tedesco (Figura 2.1) rispetto al resto del mondo, ossia la progressiva diminuzione dei prezzi degli immobili; ciononostante la proprietà immobiliare rappresenta ancora la quota preponderante tra le attività delle famiglie. In Germania, infatti, già vent'anni fa, grazie al fatto che i tassi di interesse sono sempre stati su livelli inferiori rispetto al resto d'Europa, le famiglie avevano un patrimonio immobiliare cospicuo.

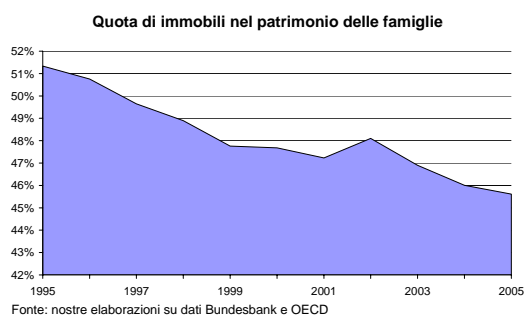
**Figura 2.7 – Prezzi del mercato immobiliare residenziale 1996-2005**



Fonte: Bank of International Settlements.

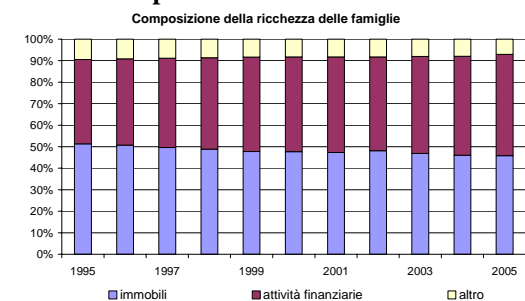
Fonte: Bank of International Settlements

**Figura 2.8 – Quota di immobili nel patrimonio delle famiglie**



Fonte: nostre elaborazioni su dati Bundesbank

**Figura: 2.9 – Composizione della ricchezza delle famiglie**



Fonte: nostre elaborazioni su dati Bundesbank e OECD

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bundesbank

Nel complesso dall'analisi della situazione finanziaria delle famiglie tedesche è emerso che:

- l'indebitamento aumenta costantemente, tuttavia la crescita del debito negli anni duemila è molto vicina allo zero;
- il peso del servizio del debito (quote capitali e quote interessi rispetto al reddito) diminuisce e si attesta su livelli particolarmente bassi;
- la crescita dei mutui ipotecari detenuti dalle famiglie rallenta nel corso degli anni Duemila a causa di una contrazione del mercato immobiliare;
- gli indicatori di *leverage* riferiti ai bilanci delle famiglie diminuiscono leggermente nella seconda metà del periodo considerato grazie alla diminuzione della domanda di mutui ipotecari e al contestuale incremento del tasso di risparmio.

### 2.3. La distribuzione del debito per classi di famiglie omogenee

L'analisi a livello aggregato della situazione finanziaria delle famiglie tedesche, con particolare riferimento alla dinamica e al livello del debito, non evidenzia

particolari problematiche; anche da un punto di vista di analisi comparata la situazione della Germania appare a prima vista migliore rispetto agli altri paesi industrializzati. Tuttavia, per poter valutare correttamente la sostenibilità di tale situazione finanziaria e la diffusione del fenomeno del sovraindebitamento è necessario condurre alcune riflessioni sulla distribuzione di tale debito a livello disaggregato, confrontando la situazione di classi di famiglie omogenee. Ad esempio, se la maggior parte delle famiglie indebitate appartenessero alle classi di reddito più elevate risulterebbero meno esposte a rischi derivanti dall'aumento della disoccupazione oppure dei tassi di interesse, al contrario, tuttavia, risulterebbero maggiormente esposte alle fluttuazioni dei prezzi che potrebbero ripercuotersi in una variazione del valore della ricchezza accumulata.

Considerazioni analoghe valgono nel caso in cui il debito totale sia suddiviso su un elevato numero di famiglie oppure sia detenuto da una ristretta percentuale.

La principale problematica connessa a tale indagine è rappresentata dalla mancanza di dati microstrutturali; nel caso della Germania vi sono varie istituzioni e agenzie che monitorano ormai da diversi anni l'andamento di questo fenomeno, tuttavia i dati disponibili risultano scarsamente comparabili in quanto provengono da indagini campionarie condotte attraverso l'analisi di questionari inviati alla popolazione.

Tra le principali indagini vi è l'EVS<sup>30</sup> (Income and Expenditure Survey) a cura del Federal Statistical Office tedesco; un'altra fonte particolarmente importante è il rapporto Schulden Kompass della Schufa Holding AG che è la principale agenzia di informazioni creditizie presente sul territorio tedesco che dal 1927 mantiene un database contenente tutte le informazioni riguardanti i crediti concessi a individui e famiglie, calcola un rating per ciascuno e fornisce i propri dati a istituzioni creditizie e imprese commerciali<sup>31</sup>. Infine, vi è il GSOEP (German Socio Economic Panel) a cura del German Institute of Economic Research (DIW). La German Social Science Infrastructure Services Association (GESIS) mette a disposizione un database nel quale sono raccolti i dati del German System of Social Indicators il cui scopo è quello di monitorare la qualità della vita dei cittadini e delle famiglie tedesche nonché l'andamento di un elevato numero di variabili riguardanti le condizioni di vita e la struttura sociale.

L'utilizzo di tale database risulta conveniente in quanto anche le statistiche e le decisioni politiche del governo e della banca centrale si basano sui risultati qui raccolti.

Nel seguito verranno illustrati i principali risultati riguardanti la distribuzione del debito, nella forma di credito al consumo (Tabella 2.1) e di mutui ipotecari (Tabella 2.2), tra le famiglie in termini di dimensione della famiglia, del tipo di attività lavorativa svolta dal principale percettore di reddito, del reddito medio mensile e dell'età del principale percettore di reddito.

---

<sup>30</sup> Die Einkommens- und Verbrauchsstichprobe.

<sup>31</sup> Tra i principali utilizzatori dei dati forniti da SCHUFA AG vi sono le autorità creditizie, le banche di investimento, banche retail, società di real estate, società di carte di credito, società di credito al consumo e di leasing, compagnie di telecomunicazioni, compagnie di assicurazione, imprese del settore utilities e tutti coloro che intendono instaurare con i propri clienti un rapporto avente contenuto creditizio. Cfr. [www.shufa.de](http://www.shufa.de).

**Tabella 2.1 - Ammontare medio del credito al consumo per famiglia**

**Ammontare medio del credito al consumo per famiglia in base a:**

Totale	numero di componenti							
	1	2	3	4	5 e più			
1,4	0,9	1,2	2,2	2	2			
tipologia di impiego del principale percettore di reddito								
	Lavoratore autonomo	Dipendente pubblico	Impiegato	Operaio	disoccupato	Pensionati		
	2,4	2,1	1,6	2,2	1,4	0,5		
reddito mensile netto								
	< 900	900-1300	1300-1500	1500-2000	2000-2600	2600-3600	3600-5000	5000-18.000
	0,5	1	1,1	1,4	1,6	2,1	2	2,5
età del principale percettore di reddito								
	< 25	25-35	35-45	45-55	55-65	65-70	70-80	> 80
	0,6	1,9	2,1	1,9	1,1	0,6	0,3	n.d.
dati in migliaia di euro								
Per memoria:								
Numero di famiglie del campione in base al numero di componenti								
Totale	1	2	3	4	5 e più			
58.309	14.056	21.888	9.439	9.237	3.689			

Fonte: Bartzsch, Stöss, 2007

La distribuzione del debito al consumo tra le famiglie in funzione del numero di componenti evidenzia un andamento crescente: all'aumentare del numero di figli la famiglia sarà portata ad incrementare anche la quota di debito, probabilmente non soltanto per far fronte ad un aumento della spesa per consumi, ma anche per l'acquisto di una residenza più grande.

L'ammontare del debito in funzione della categoria lavorativa cui appartiene il capofamiglia risulta maggiore nel caso dei lavoratori autonomi e minore nel caso dei pensionati; tale distribuzione è dettata dall'esistenza di vincoli di liquidità che risultano crescenti in base alle diverse categorie considerate; tali vincoli dipendono anche dal reddito medio della famiglia stessa e in ogni caso la propensione al consumo assume livello massimo nel caso delle famiglie operaie.

**Tabella 2.2 - Ammontare medio del debito ipotecario**

<b>Ammontare medio del debito ipotecario residuo per famiglia</b>								
<b>Totale</b>	<b>numero di componenti</b>							
	1	2	3	4	5 e più			
25,6	10,1	20,6	37,7	57,7	73,2			
	<b>tipologia di impiego del principale percettore di reddito</b>							
	Lavoratore autonomo	Dipendente pubblico	Impiegato	Operaio	disoccupato	Pensionati		
	83,9	48,2	36,7	23,1	7,8	6,7		
	<b>reddito mensile netto</b>							
	< 900	900-1300	1300-1500	1500-2000	2000-2600	2600-3600	3600-5000	5000-18.000
	1,9	4,4	11,1	14,3	25,6	43,3	73,4	139,2
	<b>età del principale percettore di reddito</b>							
	< 25	25-35	35-45	45-55	55-65	65-70	70-80	> 80
	(2,1)	20,1	41,3	38,9	26,9	10,5	4,2	(2,4)
dati in migliaia di euro								
Per memoria:								
	<b>Numero di famiglie del campione in base al numero di componenti</b>							
Totale	1	2	3	4	5 e più			
58.309	14.056	21.888	9.439	9.237	3.689			

Fonte: Bartzsch, Stöss, 2007

Analizzando la distribuzione del debito in funzione del reddito familiare si osserva un andamento crescente al crescere del reddito disponibile e ciò è in linea con il presupposto che le famiglie scontino determinati vincoli di liquidità: più elevato è il reddito e minori sono le problematiche di accesso al credito da un lato e maggiore è il tenore di vita, e quindi la propensione al consumo, dall'altro.

L'ammontare del debito in funzione dell'età rispecchia le ipotesi del modello del ciclo vitale precedentemente citato; l'andamento del livello medio di indebitamento assume una forma "a gobba" con un picco in corrispondenza alla fascia di età compresa tra i 35 e i 45 anni. Tale forma ricorda quella della distribuzione del reddito in funzione delle fasce di età ed è coerente con l'idea che i vincoli di liquidità decrescono all'aumentare del reddito; inoltre è coerente con l'ipotesi che le famiglie più giovani spendono di più poiché devono sostenere le spese di acquisto dell'abitazione, le spese matrimoniale e quelle legate all'espansione della famiglia stessa.

Seguendo la medesima impostazione è possibile osservare come varia la distribuzione dell'ammontare residuo di debito costituito da mutui per l'acquisto di immobili residenziali in funzione delle diverse caratteristiche delle famiglie.

Rispettivamente alla dimensione della famiglia, misurata in base al numero di componenti il nucleo, il debito ipotecario residuo aumenta e ciò è coerente con quanto osservato sopra in merito al fatto che le famiglie più numerose tendono a sottoscrivere mutui di maggiore importo per acquistare un'abitazione di dimensione adeguata.

Con riferimento alla tipologia di impiego del principale percettore di reddito, anche l'importo di debito ipotecario ancora da restituire si distribuisce in maniera analoga al credito al consumo, in particolare esso diminuisce quando si passa dai lavoratori autonomi sino ai pensionati poiché riflette la diversa propensione al consumo/indebitamento delle diverse categorie di percettori di reddito.

L'andamento del debito residuo rispetto alle diverse classi di reddito è anch'esso coerente con quanto osservato precedentemente: le famiglie economicamente più agiate tendono ad indebitarsi per somme più elevate al fine di mantenere un tenore di vita più elevato. Inoltre, avendo a disposizione un reddito più elevato non sono soggetti a vincoli di liquidità particolarmente stringenti pertanto risulta facilitato l'accesso al credito. Tale considerazione assume un'importanza fondamentale per quanto concerne l'analisi della sostenibilità della situazione finanziaria delle famiglie poiché evidenzia come la maggior parte del debito sia detenuta dalle famiglie più ricche e quindi da quella parte di popolazione meno esposta alle conseguenze negative di eventuali shock.

Da ultimo è possibile evidenziare un'analogia anche tra la distribuzione del credito al consumo e del debito ipotecario residuo in funzione dell'età del principale percettore di reddito; anche in questo caso, infatti, la distribuzione presenta una forma "a gobba" con un picco massimo in corrispondenza della fascia di età compresa tra 35 e 45 anni. Le motivazioni sono ancora una volta legate alla forma (a gobba) della distribuzione del reddito e al fatto che le famiglie più giovani sottoscrivono i mutui per acquistare l'abitazione di residenza e si trovano quindi all'inizio del periodo di ammortamento del debito<sup>32</sup>.

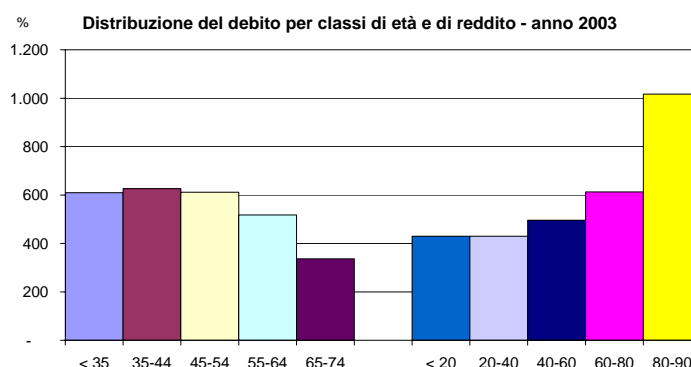
I medesimi risultati si ottengono analizzando l'andamento del peso del servizio debito, ossia del rapporto tra pagamenti in conto capitale e in conto interessi e reddito disponibile; tale indicatore fornisce informazioni circa la sostenibilità del debito e l'entità degli effetti negativi indotti da eventuali shock di natura reale o finanziaria. Ad esempio, per le famiglie più povere un decurtazione del reddito piuttosto che un aumento dei tassi di interesse possono causare problematiche piuttosto gravi a livello economico poiché generalmente queste famiglie sono caratterizzate da tassi di risparmio inferiori e da garanzie reali di minor valore. Pertanto una diversa distribuzione del debito tra classi di famiglie non omogenee può impattare diversamente a livello aggregato sull'economia del paese. I dati disaggregati mostrano ancora una situazione in linea con le principali ipotesi del modello del ciclo vitale del servizio del debito è maggiore per le famiglie più giovani che, tipicamente, hanno da poco acquistato l'abitazione di residenza, mentre per le famiglie di media età, che comunque possiedono una buona parte del debito totale, tale indicatore si riduce notevolmente. Per quanto concerne il peso del debito rispetto al reddito, ancora una volta emerge come le famiglie più agiate siano in grado di sostenere un debito maggiore.

---

<sup>32</sup> I risultati presentati sono citati in Bartzsch e Stöss, 2007 e in Debelle, 2004 e in Girouard Kennedy André, 2007.



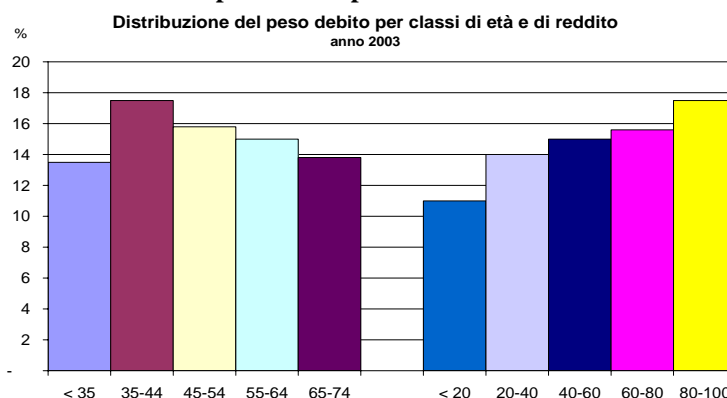
**Figura 2.10 – Distribuzione del debito per classi di età e di reddito – anno 2003**



Fonte: Girouard Kennedy Andrè, 2007

Fonte: Girouard Kennedy Andrè, 2007

**Figura 2.11 – Distribuzione del peso debito per classi di età e di reddito - anno 2003**



Fonte: Girouard Kennedy Andrè, 2007

Fonte: Girouard Kennedy Andrè, 2007

## 2.4. Il sovraindebitamento in Germania: aspetti microstrutturali

Lo studio del fenomeno del sovraindebitamento della popolazione e, nel caso particolare, delle famiglie, risulta piuttosto problematico nel caso della Germania in quanto per questo paese, così come per la maggior parte dei paesi europei, non sono disponibili dati ufficiali. La principale fonte su cui si basano le seguenti riflessioni è il rapporto “2006 Schulden-Kompass. Empirical Indicators of Private Debt and Overindebteness” pubblicato dalla SCHUFA Holding AG<sup>33</sup>. Tali dati sono basati sui risultati provenienti da un’indagine campionaria effettuata sulla

<sup>33</sup> “Schutzgemeinschaft für allgemeine Kreditsicherung”. È un’agenzia nata per la prima volta nel 1927 con numerose filiali dislocate sull’intero territorio tedesco; nel 2000 le filiali vengono unificate in una unica holding posseduta interamente da istituzioni finanziarie, associazioni per il credito e il debito, banche commerciali, banche cooperative e altre società di servizi.

popolazione attraverso l'invio di questionari; normalmente si preferisce non utilizzare dati provenienti da sondaggi, tuttavia, nel caso in esame, si è deciso di riportare comunque i principali risultati in quanto le stesse autorità tedesche utilizzano già da molti anni le informazioni fornite da questa agenzia, pertanto l'ufficialità e il contenuto informativo di tali analisi sono particolarmente elevate.

SHUFA AG pubblica una serie di statistiche sull'evoluzione dei debiti, delle rate di rimborso, dei casi di default sia a livello aggregato, sia a livello disaggregato differenziandoli sia per fasce di età, sia per zona territoriale e regionale; viene inoltre calcolato un indicatore statistico denominato Private Debt Index il cui valore (basato sull'osservazione congiunta di una serie di variabili) sintetizza il grado di rischio associato a ciascuna categoria di debitori e ne illustra la variazione nel tempo e nello spazio (tra diverse regioni). Tale indicatore, combinato con informazioni riguardanti la struttura demografica, la situazione economica, sociale e personale della popolazione e con altri risultati provenienti dal Sozioökonomisches Panel<sup>34</sup> e dal Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung<sup>35</sup> può risultare utile per trarre alcune riflessioni sul fenomeno del sovraindebitamento delle famiglie.

Al fine di identificare i casi in cui famiglia risulta sovraindebitata SCHUFA utilizza una definizione di sovraindebitamento basata su un processo a tre stadi: (i) una situazione di sovraindebitamento soggettivo, quando una persona si sente psicologicamente e finanziariamente sopraffatta dalle rate del debito; (ii) una situazione di sovraindebitamento relativo, quando si calcola che nonostante una drastica riduzione del tenore di vita il reddito non è più sufficiente per ripagare ciascuna rata secondo la scadenza pattuita; (iii) una situazione di sovraindebitamento in senso assoluto (ossia di vera e propria insolvenza) quando il valore della ricchezza finanziaria e reale è inferiore al valore del debito contratto.

Inoltre si tiene conto del fatto che attualmente, nel campo della ricerca socio-economica, vi è la tendenza generale a studiare le situazioni di sovraindebitamento come una combinazione di fattori strutturali, istituzionali e personali di ciascun individuo.

Le analisi condotte sui dati del periodo 1999-2002 hanno chiaramente evidenziato che le situazioni di sovraindebitamento sono sempre precedute dal mancato pagamento di alcune rate del debito, tuttavia il numero di mancati pagamenti non è di per sé un indicatore attendibile in quanto vi sono stati svariati casi in cui queste situazioni problematiche si sono risolte senza degenerare in casi di default.

Il Rapporto sulla Ricchezza e Povertà Governo Federale Tedesco pubblicato nel 2005 annunciava che il numero di famiglie sovraindebitate era passato da 2,77 milioni nel 1999 a 3.13 milioni nel 2002. A partire da questi dati, il rapporto *Schulden-Kompass* descrive come si è evoluta la situazione microstrutturale delle famiglie tedesche nel periodo 2003-2005 al fine di trarre alcune riflessioni sull'andamento del fenomeno sovraindebitamento, l'aumento o la diminuzione

---

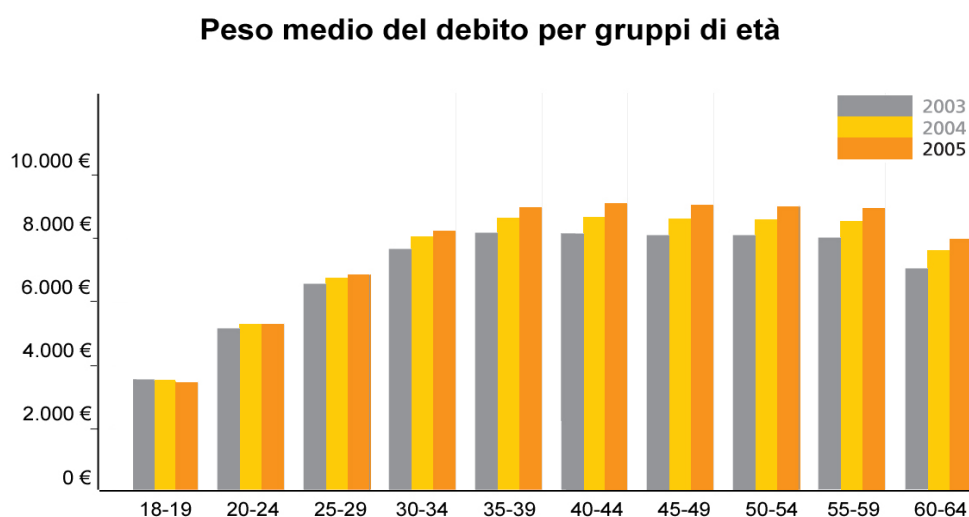
<sup>34</sup> The German Socio-Economic Panel. Sondaggio annuale condotto dall'Istituto Tedesco per la Ricerca Economica basato su un campione rappresentativo di 11.400 famiglie.

<sup>35</sup> German Institute for Economic Research.

dello stesso e le eventuali differenze in termini di distribuzione tra le diverse classi di famiglie che compongono la popolazione tedesca.

Nel triennio considerato il peso medio del credito al consumo (riferito all'ammontare di debito residuo) è aumentato, ma in maniera diversa in funzione delle classi di età degli individui considerati (Figura 2.12); in particolare sono le famiglie più anziane che hanno sperimentato i maggiori incrementi di tale indicatore, mentre per le classi più giovani il livello si mantiene pressoché costante. Ciò si conferma in linea con quanto precedentemente affermato, cioè che i vincoli di liquidità risultano più stringenti per le famiglie giovani, mentre si fanno via via più labili man mano che la famiglia accumula ricchezza nel corso del tempo.

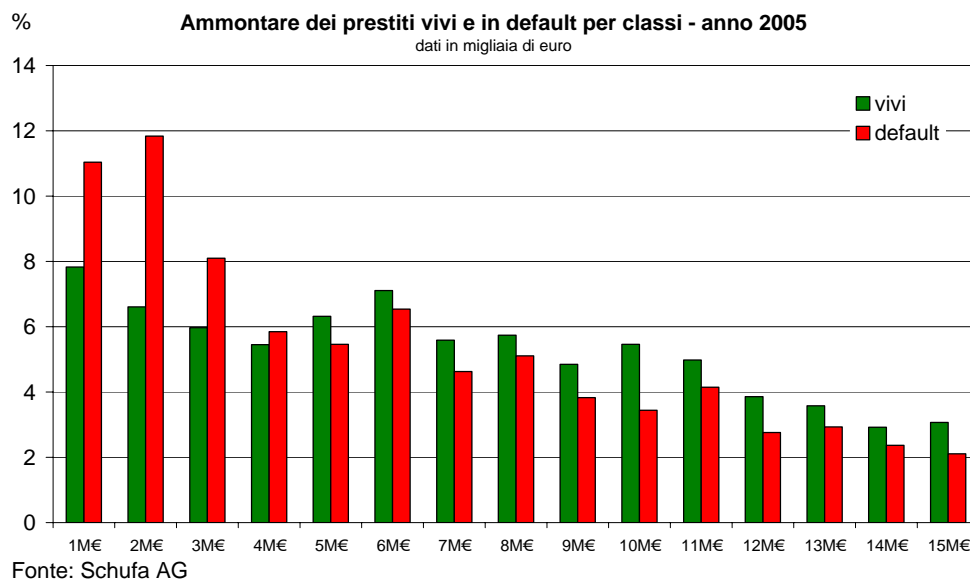
**Figura 2.12 – Peso medio del debito per gruppi di età**



Fonte: Schufa -AG

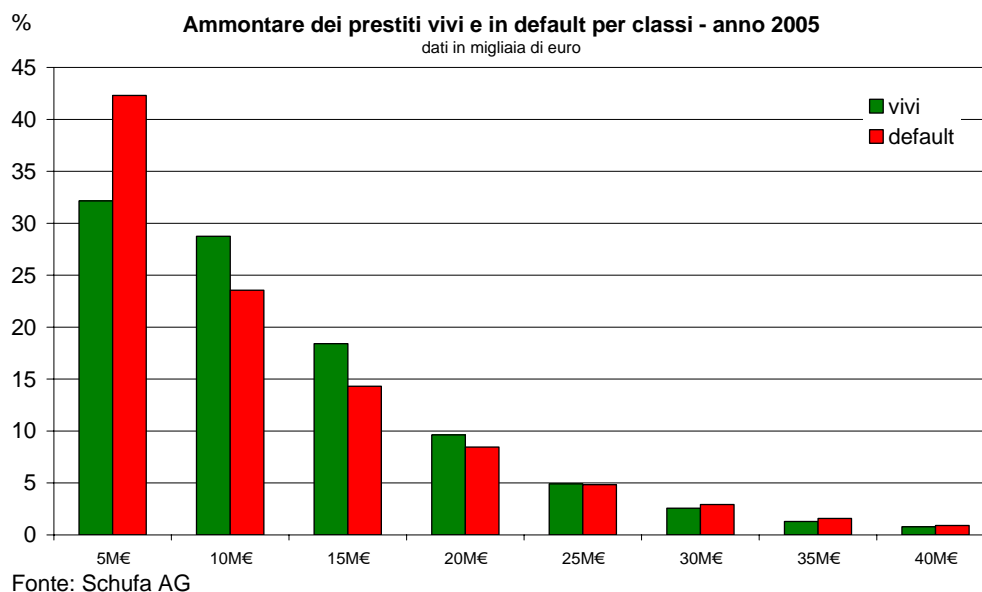
Fonte: Schifa - AG

**Figura 2.13a - Ammontare dei prestiti vivi e in default per classi – anno 2005  
dati in migliaia di euro**



Fonte: Schifa AG

**Figura 2.13b – Ammontare dei prestiti vivi e in default per classi - anno 2005 dati in migliaia di euro**



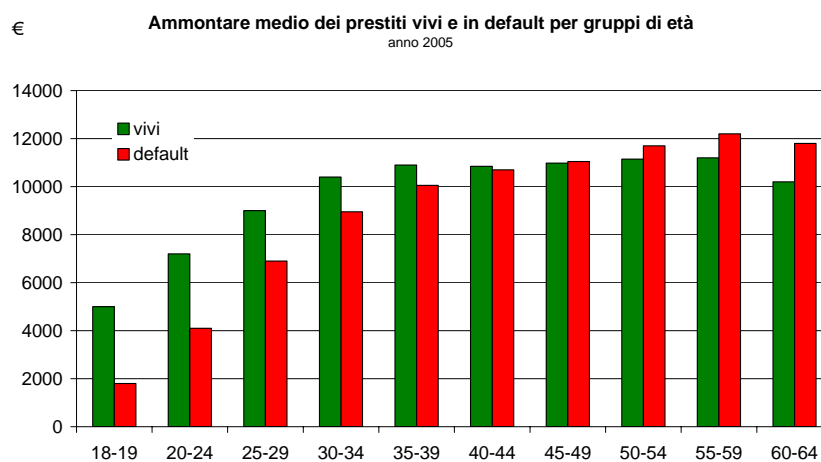
Fonte: Schifa AG

Per capire quali tipologie di prestiti presentano un maggior rischio di default e possono quindi essere considerati indicatori di uno stato di sovraindebitamento latente, è stata calcolata la quota di prestiti dichiarati in default in funzione dell'ammontare del prestito stesso; si è così osservato che, solitamente, la maggior

parte dei default si verifica sui prestiti di minore importo (Figura 2.13). Anche questa osservazione è in linea con i risultati precedentemente citati a livello aggregato poiché gli individui che sottoscrivono prestiti di più elevato ammontare sono solitamente coloro che hanno a disposizione un reddito più elevato e un cospicuo ammontare di ricchezza finanziaria e reale. In particolare meno del 30% dei default dichiarati si riferisce a prestiti di importo inferiore ai 3.000 euro, tuttavia a livello aggregato i prestiti di importo così ridotto rappresentano meno del 20% del totale dei prestiti concessi. Analogamente la metà dei default si riferisce a prestiti di ammontare inferiore ai 6.000 euro e tali prestiti rappresentano circa il 40% del totale.

Considerando la distribuzione dei debiti per classi di età si osserva che per gli individui sino a 45 anni circa l'importo dei prestiti in essere risulta maggiore rispetto al totale dei prestiti dichiarati in default, mentre tale relazione si inverte nel caso di individui più anziani. Il medesimo dato può essere analizzato in funzione della distribuzione per classi di età dei soggetti indebitati.

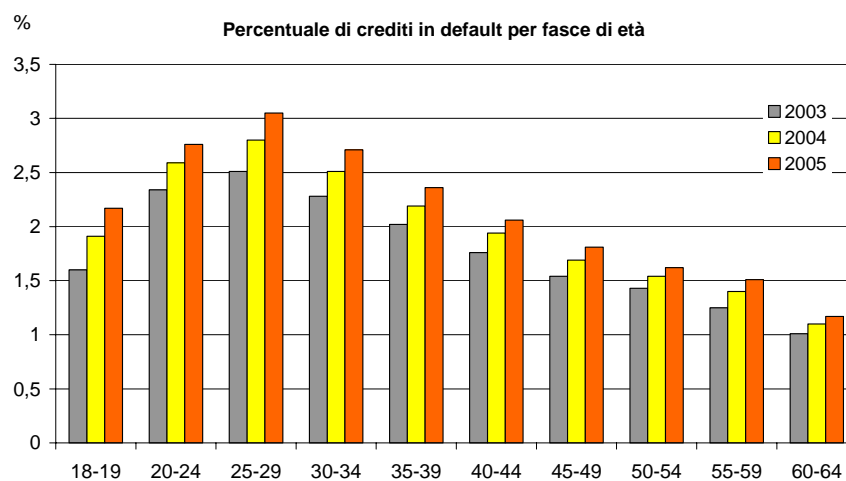
**Figura 2.14 – Ammontare medio dei prestiti vivi e in default per gruppi di età anno 2005**



Fonte: Achufa AG

Fonte: Achufa AG

**Figura 2.15 – Percentuale di crediti in default per fasce di età**



Fonte: Schufa AG

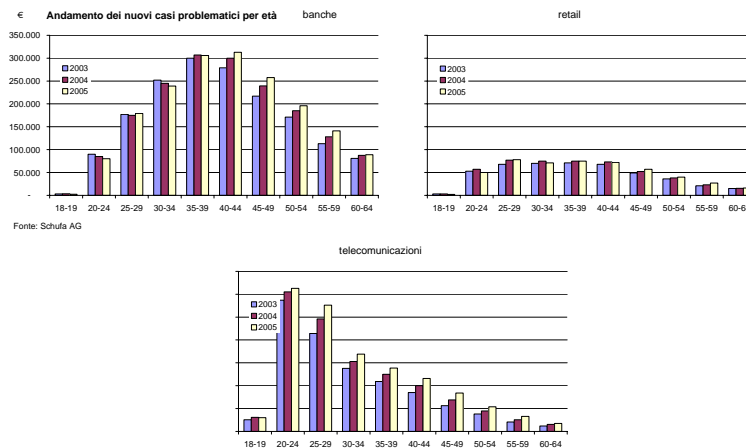
Fonte: Schifa AG

Per tutte le classi considerate il tasso di default aumenta nel corso del triennio sebbene con velocità diverse. Nel 2005 il tasso di default più elevato è pari a 3,05% e si osserva per soggetti con età compresa tra 25 e 29 anni. Anche nei due anni precedenti questa è stata la classe in cui si sono concentrati i maggiori default, rispettivamente 2,80% nel 2004 e 2,51% nel 2003. Anche a livello aggregato il tasso di default risulta in aumento passando da 1,90% a 2,08% e 2,20% nell'arco dei tre anni; nonostante tale crescita il tasso di default tedesco si attesta su livelli comunque inferiori rispetto agli altri principali paesi europei. Il tasso di crescita più elevato dei default risulta in corrispondenza della classe di età compresa tra 18 e 29 anni che, al contrario, risulta anche la classe in cui la quota di default rispetto al totale dei debiti risulta la più contenuta.

L'analisi dei casi di default prosegue andando a valutare l'evoluzione nel tempo e per classi di individui del numero delle situazioni problematiche sorte per la prima volta, ossia quei casi in cui nel corso dell'anno considerato l'individuo passa da una situazione di normalità ad una situazione di maggior criticità. Le situazioni problematiche sono classificate secondo due diversi livelli in funzione del valore assunto dall'indicatore di problematicità calcolato da SCHUFA: un problema di lieve entità consiste, ad esempio, nel mancato pagamento di una rata, mentre un problema di grave entità è ad esempio la dichiarazione di messa in mora o l'avvio di un procedimento di insolvenza. Questo indicatore risulta utile nell'analisi del sovraindebitamento e del suo andamento nel tempo poiché, come già affermato in precedenza, lo stato di sovraindebitamento non si manifesta improvvisamente, ma è quasi sempre preceduto da un periodo in cui le problematiche familiari relative ai consumi e alla situazione finanziaria si fanno via via crescenti.

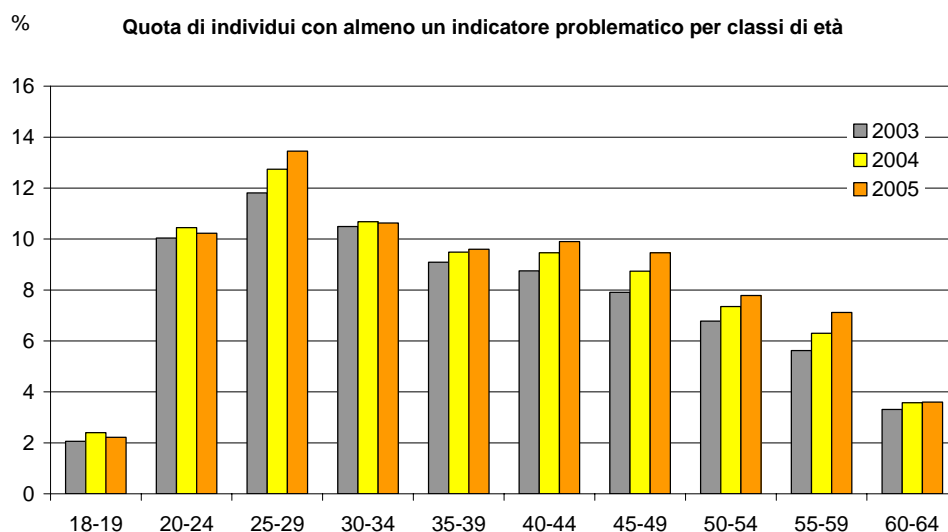
A tal fine vengono considerate tre tipologie di creditori con un quali si sviluppano la maggior parte dei rapporti debito/credito delle famiglie tedesche: innanzitutto gli intermediari creditizi, quindi tutto il settore del retail e delle telecomunicazioni.

**Figura 2.16 – Andamento dei nuovi casi problematici per età**



La maggior parte delle situazioni problematiche (in termini di controvalore) è riferita a posizioni creditorie nei confronti delle banche e delle compagnie di telecomunicazione, tuttavia la distribuzione per classi di età assume andamenti del tutto differenti. Per tutti e tre i settori considerati il totale delle posizioni che nel corso dell'anno entrano in una situazione di lieve o maggiore problematicità aumenta nell'arco del periodo in esame. Le banche rappresentano la principale controparte dei debiti problematici e in questo caso il maggior numero di soggetti che modificano il proprio status da creditore *in bonis* a soggetto critico appartiene alla fascia di età compresa tra i 35 e i 45 anni. Nel caso del settore retail non si osservano particolari differenze né tra diversi anni, né tra diverse classi. Nel caso delle telecomunicazioni la distribuzione appare fortemente schiacciata verso sinistra, pertanto il maggior numero di criticità si manifesta per individui di età compresa tra i 20 e i 29 anni, con un picco nella fascia 20-24 (paradossalmente questa è proprio la categoria di individui per i quali il tasso di criticità nei confronti delle banche diminuisce nell'arco del triennio).

**Figura 2.17 – Quota di individui con almeno un indicatore problematico per classi di età**



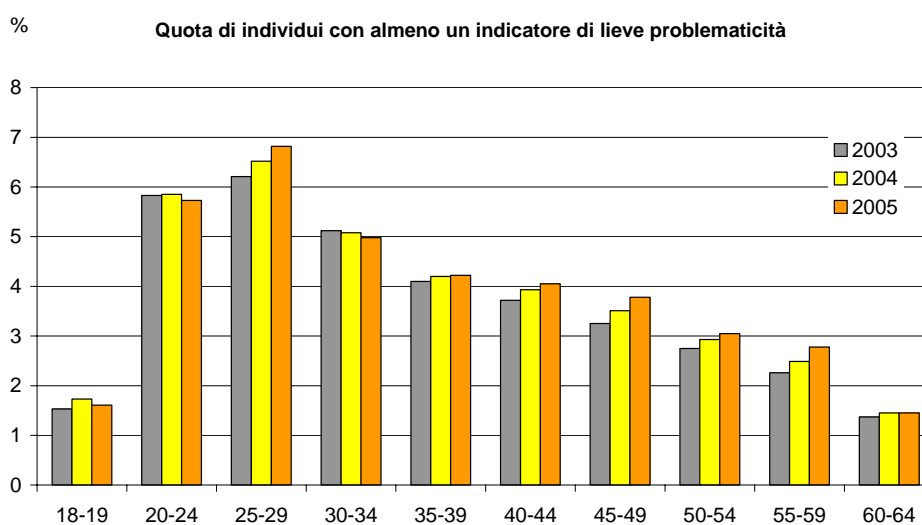
Fonte: Schufa AG

Fonte: Schifa AG

La figura 2.17 mostra la distribuzione della quota di soggetti (rispetto al totale della popolazione per ciascuna classe) che nel corso di ciascun anno presenta almeno un carattere di criticità; nel complesso si osserva un incremento del numero di soggetti problematici dal 2003 al 2005, che mediamente passa da 6,54% a 7,29% rispetto al totale della popolazione tedesca. La fascia di età che presenta maggiori problemi in assoluto è quella che va da 25 a 29 anni, mentre le categorie per cui risulta maggiore l'incremento dei casi problematici sono quelle riferite ad individui con età compresa tra 25 e 29 anni (+14%) e con età compresa tra 55 e 59 anni (+27%). L'analisi dei casi problematici viene ulteriormente disaggregata andando a distinguere le situazioni di lieve criticità rispetto a quelle maggiormente problematiche.



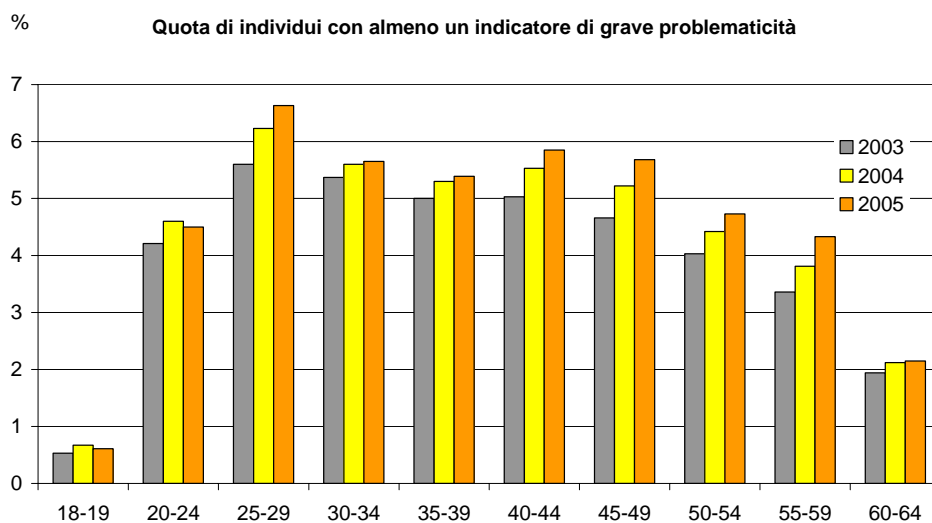
**Figura: 2.18 – Quota di individui con almeno un indicatore di lieve problematicità**



Fonte: Schufa AG

Fonte: Schifa AG

**Figura: 2.19– Quota di individui con almeno un indicatore di grave problematicità**



Fonte: Schufa AG

Fonte: Schifa AG

La presenta l'andamento della quota di soggetti che presenta per la prima volta problematiche di lieve entità; l'andamento generale della distribuzione è simile al caso precedente, tuttavia si osservano delle variazioni a livello microstrutturale.

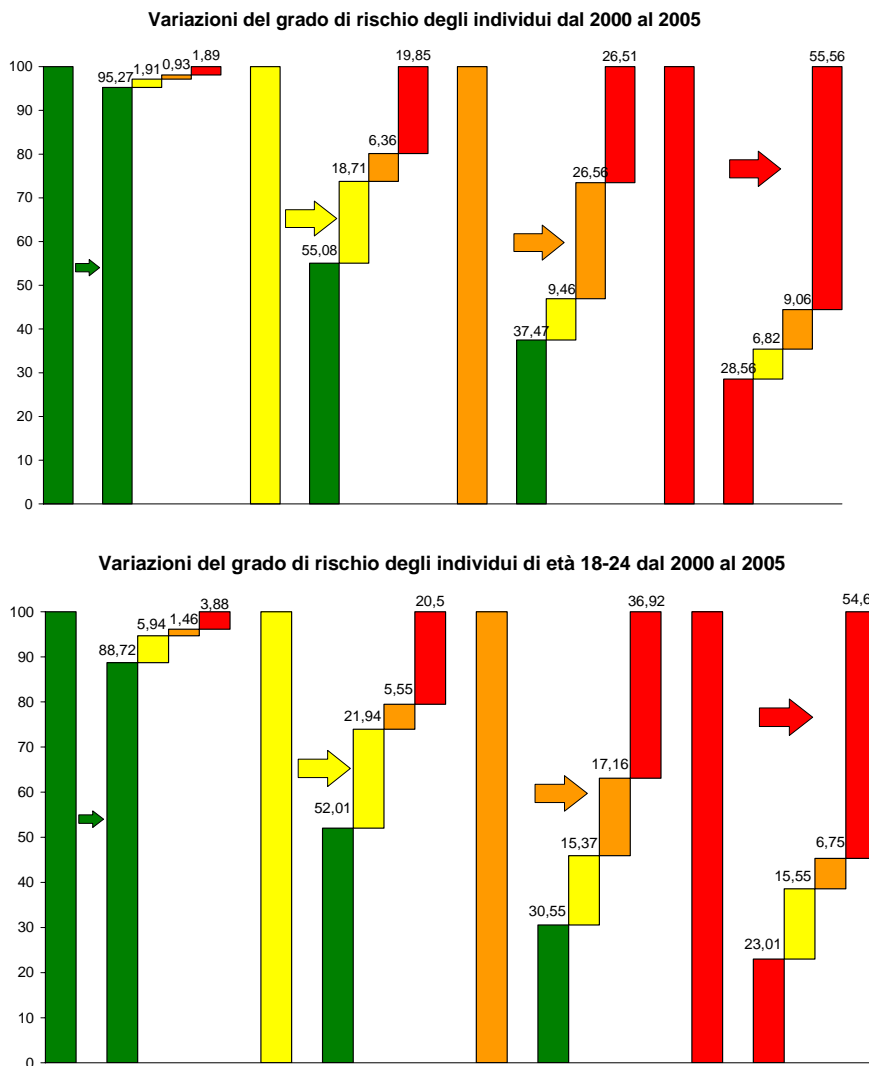
La classe di età 25-29 rimane quella con una maggior incidenza di mancati rimborsi, mentre le classi che presentano il maggior ritmo di crescita sono quelle relative alle fasce di età 25-29 (+10%) e 45-49 (+16%). La rappresenta la distribuzione dei casi effettivamente problematici, relativi a default dichiarati, pertanto costituisce un buon indicatore delle situazioni di sovraindebitamento.

Ancora una volta la fascia di età caratterizzata dalla nascita del maggior numero di casi di sovraindebitamento è quella tra 25 e 29 anni, seguita da quella tra 40 e 49 anni. Inoltre si osserva che il tasso di crescita di questo indicatore è notevolmente più elevato rispetto al caso precedente, per tutte le classi di età; un segnale positivo è dato dal fatto che in totale, i tassi di crescita di questo indicatore diminuiscono dal 2004 al 2005.

La distribuzione degli indicatori di criticità del debito è stata studiata anche dal punto di vista territoriale andando a disaggregare i risultati sulla base delle regioni di residenza degli individui del campione. In generale nell'arco del triennio osservato le regioni del nord sono quelle nelle quali si concentra il maggior numero di casi problematici, sia di lieve entità sia di vero e proprio default.

Il fenomeno del sovraindebitamento è stato indagato anche a livello dinamico al fine di trarre alcune informazioni sulle eventuali conseguenze che esso comporta sulla popolazione e, indirettamente, sulle politiche sociali del paese. Per capire come si evolve la situazione degli individui che presentano situazioni più o meno rischio di sovraindebitamento è stata studiata la dinamica di spostamento dei soggetti indebitati da una classe di rischio ad un'altra; in questo modo è possibile capire se e in qual misura una situazione di sovraindebitamento (oppure a rischio di sovraindebitamento) si evolve in maniera negativa per l'individuo e la famiglia interessata o se vi sono possibilità di miglioramento.

**Figura 2.20 – Variazioni del grado di rischio degli individui dal 2000 al 2005**



L'analisi suddivide gli individui in quattro classi di rischio contrassegnate da diversi colori: il verde identifica i soggetti in bonis, il giallo i soggetti a rischio medio-basso, l'arancione i soggetti a rischio medio-alto e il rosso i soggetti sovra indebitati. Dall'analisi emerge che tra gli individui che nell'anno 2000 erano considerati in bonis la maggior parte (95,27%) rimane nella medesima classe anche nell'anno 2005, mentre una piccola parte (1,89%) risulta sovraindebitata.

Nel caso, invece, dei soggetti che nel 2000 risultavano a rischio medio-basso si osserva un buon miglioramento in quanto la maggior parte di loro (55%) dopo un quinquennio risulta classificata in bonis; a differenza del caso precedente, tuttavia, risulta molto più elevata la quota (19,85%) che si trova in un situazione di sovraindebitamento. Anche nel caso degli individui inizialmente a medio alto rischio si osservano percentuali di migrazioni analoghe (rispettivamente 37% e 26%). Da ultimo, la situazione dei soggetti sovraindebitati risulta effettivamente

più problematica in quanto la maggior parte di questi rimane nella medesima classe anche nel 2005, mentre solo una percentuale contenuta (28%) riesce effettivamente a tornare in bonis (anche le migrazioni verso le classi di rischio intermedie risultano poco numerose).

## 2.5. Le cause del sovraindebitamento delle famiglie tedesche

Nei precedenti paragrafi si è illustrata la situazione finanziaria delle famiglie tedesche e la sua evoluzione nel tempo studiando variabili quali l'ammontare del debito, il reddito disponibile, la ricchezza finanziaria e reale e altri fattori strettamente connessi alla sfera economica della vita familiare. Dalle analisi è emerso che nel complesso la situazione finanziaria delle famiglie in Germania è piuttosto solida, tuttavia esistono differenze anche di notevole entità tra differenti classi di famiglie caratterizzate da differenze in termini di composizione (numero di componenti), di profili reddituali, di età e di residenza. Il risultato è che a fronte di quadro generale positivo, queste differenze microstrutturali portano a concludere che le situazioni di sovraindebitamento sono presenti e diffuse anche in Germania, pertanto il problema, che come precedentemente illustrato ha notevoli risvolti economico-sociali, deve essere affrontato da parte dello stato con una serie di misure volte non soltanto a contenerne le conseguenze negative, quanto piuttosto a rimuovere le cause stesse del problema. A tal fine nei paragrafi che seguono verranno analizzati i fattori che sono ritenuti responsabili dell'insorgere e del permanere nel tempo delle situazioni di sovraindebitamento delle famiglie per poi fornire una serie di riflessioni sui possibili approcci alla soluzione del problema.

La maggior parte della letteratura<sup>36</sup> che studia il fenomeno del sovraindebitamento dei consumatori è concorde nel suddividere i fattori che generano tale problema in due categorie: da un lato fattori sociali in senso lato, ossia caratteristici della società in cui l'individuo o la famiglia vivono, dall'altro fattori strettamente legati alla sfera personale dell'individuo e del nucleo familiare (Tabella 2.3). Normalmente tali cause non si presentano quasi mai in maniera isolata, ma è l'agire congiunto di diversi fattori, magari collegati tra loro, che danno origine a situazioni di dissesto.

---

<sup>36</sup> Per una rassegna della letteratura che studia il problema dal punto di vista sociale si veda J.J. Kilborn, 2005., "Behavioral Economics, Overindebtedness & Comparative Consumer Bankruptcy: Searching for Causes and Evaluating Solutions" . Bankruptcy Developments Journal, Vol. 22, p. 13.

**Tabella 2.3 – Fattori sociali e personali associati al sovraindebitamento**

<b>Fattori sociali</b>	<b>Fattori personali</b>
Povert�	Basso livello di educazione finanziaria
Disoccupazione per lungo periodo	Eccessiva propensione al consumo
Fallimenti aziendali	Servizi finanziari non appropriati
Perdita del lavoro	Dipendenza
Separazione e divorzio	
Malattia	

*Fonte: Haas 2006*

Nel caso specifico della Germania i fattori che sembrano essere maggiormente correlati con le situazioni di sovraindebitamento delle famiglie sono riassunti nella (Tabella 2.4).

La povert    considerata la principale causa dei problemi di sovraindebitamento delle famiglie poich  preclude la possibilit  di attuare una serie di misure finalizzate al ristabilimento di un tenore di vita adeguato. Tipicamente i soggetti che non sono in grado di offrire garanzie adeguate rimangono esclusi da buona parte dei servizi creditizi che, se correttamente utilizzati, sono in grado di concedere alle famiglie le risorse necessarie per superare eventuali crisi temporanee e ristabilire la propria situazione finanziaria.

Anche i fattori disoccupazione e perdita del lavoro si trovano in stretta connessione con il fattore povert  in quanto, spesso, la povert  deriva dal fatto che il reddito familiare si trova sotto la soglia minima di sussistenza e gli attriti del mercato del lavoro non permettono agli individui di migliorare il proprio stato occupazionale.

**Tabella 2.4 – fattori associati al sovraindebitamento**

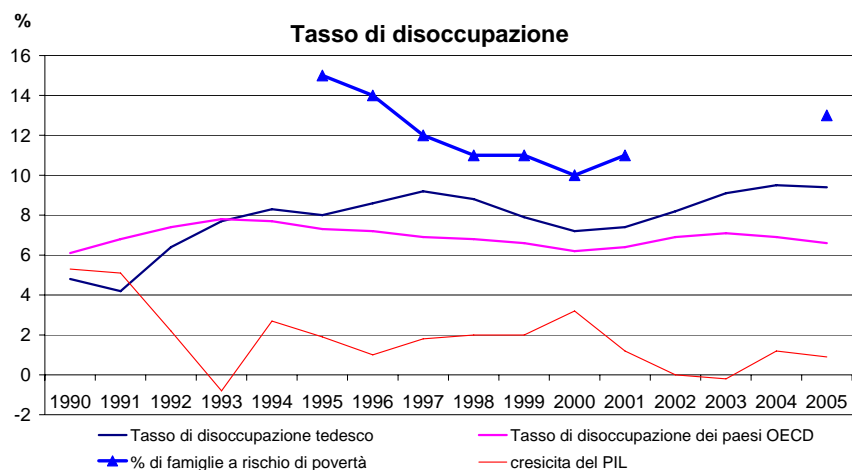
	<b>Germania dell'ovest</b>	<b>Germania dell'est</b>
Disoccupazione	23%	46%
Povert�	8%	29%
Separazione e divorzio	23%	19%
Fallimenti aziendali	20%	16%
Consumi eccessivi	21%	27%
Malattie, incidenti, mortalit�	13%	6%
Insufficiente cultura finanziaria	5%	1%
Escussione ipotecaria	5%	3%
Perdita della garanzia	4%	0%
Dipendenza	2%	4%
Nascita di una nuova famiglia	1%	0%

*Fonte: Haas, 2006*

Il tasso di povert  in Germania nel 1995 risultava 12,1%, mentre nel 2005 aumenta sino al 15%; tale incremento si ritiene sia dovuto a tre fattori concomitanti quali l'andamento particolarmente negativo del mercato del lavoro, il rallentamento nella crescita economica e la forte contrazione degli aiuti statali a seguito del perdurare, per un periodo superiore all'anno, dello stato di disoccupazione (Haas 2006).

La mostra l'andamento di alcune di queste variabili nel periodo 1990-2005; il tasso di disoccupazione tedesco è in aumento e risulta costantemente superiore rispetto alla media dei paesi analizzati da OECD, la crescita del PIL rallenta progressivamente e l'percentuale di famiglie che si trovano a rischio di povertà aumenta.

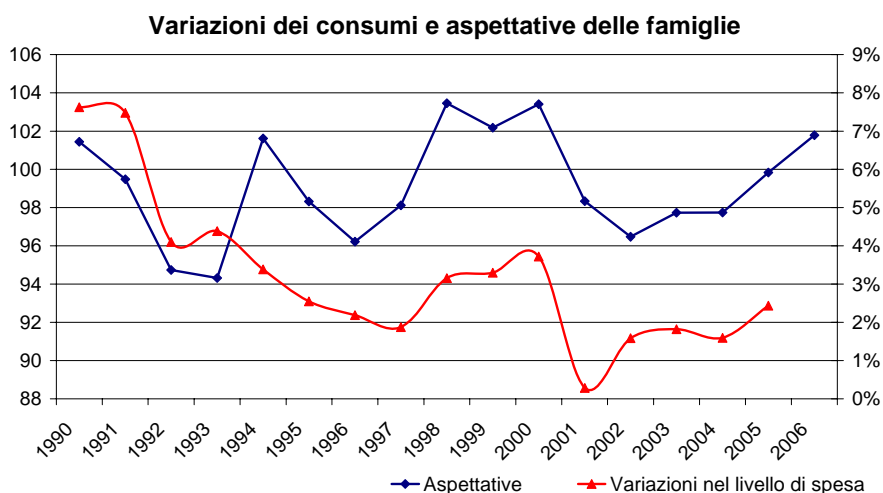
**Figura 2.21 – Tasso di disoccupazione**



Fonte: nostre elaborazioni su dati OECD e Eurostat

Fonte: nostre elaborazioni su dati OECD e Eurostat

**Figura 2.22 – Variazioni dei consumi e aspettative delle famiglie**



Fonte: Nostre elaborazioni su dati OECD

Fonte: nostre elaborazioni su dati OECD

I fallimenti aziendali rappresentano un'altra causa sottostante le situazioni di sovraindebitamento; ancora una volta si tratta di un fattore connesso all'attività lavorativa dell'individuo. Il fallimento di un'azienda medio-piccola genera una

serie di esternalità non soltanto nei confronti dei creditori dell'impresa, ma anche dei propri dipendenti che, a seguito della perdita del lavoro, sono costretti a rivedere il tenore di vita dell'intera famiglia. Il fallimento aziendale genera conseguenze ancor più gravi in tutti i casi in cui si tratta di imprese a conduzione familiare in cui, spesso, vari membri della famiglia prestano la propria attività lavorativa, pertanto il default si riflette immediatamente sulle finanze familiari.

Un'altra tra le principali cause di sovraindebitamento è rappresentata dalla scarsa cultura finanziaria della popolazione e alla vendita di prodotti creditizi non in linea con i fabbisogni e i livelli reddituali delle famiglie.

In molti casi il sovraindebitamento nasce da un eccessivo ricorso alle forme di credito al consumo (Haas 2006), ossia a prodotti che permettono l'apertura di una posizione debitoria senza una preventiva analisi delle condizioni economiche e finanziarie del debitore. Tali prodotti sono stati introdotti in Europa negli anni Ottanta, grazie al processo di innovazione finanziaria, tuttavia il vero e proprio boom si è registrato solo nell'ultimo decennio grazie al perdurare una congiuntura particolarmente favorevole che ha indotto le famiglie (e in parte anche le società finanziarie) a rivedere positivamente le aspettative per il futuro in termini di capacità di reddito e di spesa. È noto, infatti (Kilborn, 2005), che nei periodi di congiuntura positiva i consumatori tendono a sovrastimare il livello di confidenza delle aspettative circa il futuro, pertanto sono portati a sovrastimare il reddito disponibile e la capacità di spesa degli anni futuri; tale miopia li porta inevitabilmente ad acquisire un livello di indebitamento eccessivo e un tenore di vita troppo elevato. La mostra l'andamento delle aspettative dei consumatori e le variazioni nel livello di spesa nel periodo 1990-2006; la correlazione tra le due serie risulta piuttosto elevata a testimonianza della veridicità dei risultati degli studi di finanza comportamentale discussi poc'anzi<sup>37</sup>.

Nel caso dei prodotti finanziari il processo di innovazione finanziaria ha portato alla diffusione sul mercato di strumenti assai variegati in termini di caratteristiche morfologiche, è ciò ha impattato negativamente sulla capacità del consumatore di valutare correttamente il profilo di rischio di ciascuno strumento; questo aspetto, combinato con l'aumento della propensione all'indebitamento, ha indotto molte famiglie ad indebitarsi, più o meno consapevolmente, oltre il livello considerato ottimale. L'aumento eccessivo del debito avviene spesso in maniera inconsapevole proprio a causa della numerosità e varietà dei prodotti di credito al consumo quali ad esempio le carte di credito, le carte *revolving*, gli acquisti a rate ecc... l'esistenza di crediti/debiti di ridotto importo unitario nei confronti di una pluralità di soggetti rende ancor più complicato per il consumatore valutare l'effettiva entità della propria esposizione.

---

<sup>37</sup> Nell'ambito della finanza comportamentale tale attitudine è nota come "overconfidence bias": gli individui, indipendentemente dalla categoria sociale cui appartengono, sono portati ad assumere un atteggiamento eccessivamente positivo nel valutare la probabilità di accadimento di un determinato evento nella propria vita pur conoscendo la reale distribuzione di probabilità dell'evento stesso ("... non accadrà proprio a me..."); questa distorsione è accentuata dalla cosiddetta "illusione del controllo" che spinge l'individuo a sovrastimare la propria capacità di evitare eventi negativi controllando il proprio comportamento ("... non ho mai avuto alcun incidente stradale poiché sono un buon automobilista...". Cfr. Kilborn, 2005.

## 2.6. Le conseguenze del sovraindebitamento sulle famiglie e sulla società tedesca

Nei precedenti paragrafi si è illustrato come il debito detenuto dalle famiglie tedesche sia costantemente aumentato nel corso del tempo (sebbene negli ultimi anni la crescita si sia arrestata, contrariamente agli altri paesi europei); per alcune famiglie tale crescita si è rivelata nel lungo periodo insostenibile e ciò ha dato origine alle situazioni di sovraindebitamento precedentemente descritte. A livello aggregato la situazione finanziaria delle famiglie non desta particolari preoccupazioni, al contrario, i dati disaggregati mostrano che una parte non trascurabile di famiglie risulta sovraindebitata o comunque a rischio di sovraindebitamento pertanto verranno illustrate di seguito le possibili conseguenze di questo fenomeno i cui risvolti impattano non soltanto sulla dimensione puramente economico-finanziaria, ma soprattutto sulla sfera sociale.

Dal punto di vista sociale la peggior conseguenza di una situazione di sovraindebitamento è riconducibile al fatto che il debitore perde la propria capacità di guadagnare un reddito sufficiente per soddisfare i bisogni della propria famiglia poiché tende ad essere escluso sia dall'ambiente lavorativo, sia dal mondo finanziario (Haas, 2006). L'esclusione sociale è dunque uno degli effetti che produce un impatto maggiormente negativo sulla qualità di vita del soggetto o della famiglia sovraindebitata. Gli effetti del sovraindebitamento sono altrettanto pesanti anche per i datori di lavoro che si trovano oppressi dal deterioramento della qualità del lavoro dei dipendenti sovra indebitati: per loro, infatti, il pignoramento degli stipendi risulta "*time consuming*" e porta con sé una serie di costi impliciti ed espliciti. Questo perché i soggetti fortemente indebitati solitamente intrattengono rapporti con una pluralità di prestatori e la riorganizzazione dei rimborsi è particolarmente difficoltosa.

A seguito del pignoramento di tutto o parte dello stipendio, generalmente, il lavoratore viene licenziato. A livello teorico il pignoramento dello stipendio non rappresenta una causa di licenziamento o di mancata assunzione, tuttavia, nel mondo reale viene vista così; i potenziali datori di lavoro interpretano il pignoramento dello stipendio come un indicatore di uno stile di vita squilibrato.

Per tali motivi gli individui sovraindebitati tendono a nascondere il loro status al momento dei colloqui di lavoro per evitare il giudizio negativo da parte del datore, tuttavia, se ciò viene scoperto in seguito, diviene una giusta causa di licenziamento.

Oltre all'impatto sulla sfera sociale dell'individuo, il sovraindebitamento genera anche una serie di effetti a livello economico-finanziario.

Il livello raggiunto dal rapporto di indebitamento delle famiglie (rispetto al reddito disponibile) implica che l'intero settore in primo luogo risulta più vulnerabile a eventuali shock e, in seconda battuta, risulta esposto per un periodo di tempo più lungo rispetto al passato. L'elevato valore del debito espone il settore



al rischio di tasso di interesse e ai rischi derivanti da una diminuzione del reddito familiare, mentre la composizione della ricchezza espone il settore ai rischi legati all'andamento dei prezzi del mercato immobiliare. Inoltre il rilassamento dei vincoli di liquidità implica che il livello di consumo delle famiglie (e quindi l'economia nel senso più generale) è più sensibile a variazioni delle aspettative circa le medesime variabili: il reddito futuro, i prezzi degli immobili e i tassi di interesse.

### *2.6.1. L'impatto delle variazioni del reddito*

Lo shock avverso che si ripercuote in maniera più drastica sulla capacità di reddito delle famiglie è rappresentato dalla disoccupazione: ciò provoca non soltanto un effetto immediato di contrazione della capacità di spesa, ma il vero problema è che in alcuni casi tale situazione è destinata a protrarsi nel tempo. Il comportamento delle famiglie a seguito di tale shock rischia di amplificarne gli effetti negativi a livello macroeconomico in quanto, le maggiori difficoltà cui vanno incontro le famiglie sovraindebitate nel far fronte ai pagamenti ipotecari durante un periodo di disoccupazione, fanno aumentare le probabilità che esse si rendano inadempienti. Ciò potrebbe a sua volta accrescere il ricorso a “vendite di realizzo” e quindi i rischi di una spirale di deprezzamento degli immobili residenziali e di minusvalenze patrimoniali (qualora il valore dell'immobile scenda sotto il valore del debito residuo) (Debelle, 2004). Le difficoltà finanziarie cui vanno incontro le famiglie sovraindebitate si acuirebbero se l'aumento della disoccupazione fosse accompagnato da un aumento del livello dei tassi di interesse (come è accaduto, ad esempio, nei paesi scandinavi e nel Regno Unito agli inizi degli anni Novanta).

L'elevato livello di debito contratto dalle famiglie potrebbe peraltro irrigidire l'offerta di forza lavoro a causa della riduzione della capacità di trasferire la residenza alla ricerca di lavoro durante una fase congiunturale negativa; in altri termini, l'esigenza di vendere l'immobile per estinguere il debito potrebbe aumentare sensibilmente il costo della ricerca di un impiego in località distanti facendo venir meno un fattore in grado di riportare l'equilibrio sul mercato del lavoro: la mobilità<sup>38</sup>

Nel complesso, dunque, una situazione di sovraindebitamento rischia di amplificare l'impatto negativo di un eventuale aumento del tasso di disoccupazione sia indirettamente, attraverso la riduzione della mobilità, sia direttamente attraverso la contrazione delle entrate e quindi della capacità di onorare il debito.

Il modo in cui il debito risulta distribuito tra le diverse categorie di famiglie impatta a sua volta sulle modalità e sulla velocità con cui si sviluppa questo processo a catena. Normalmente la disoccupazione colpisce solo una parte relativamente esigua della popolazione e, storicamente, si è notato che le famiglie

---

<sup>38</sup> La relazione tra tasso di possesso dell'abitazione di residenza e mobilità sul lavoro risulta negativa, infatti è possibile dimostrare che elevati tassi di proprietà tendono ad essere associati a livelli piuttosto bassi della mobilità del lavoro. Cfr. Debelle, 2004 pag. 21.

a più alto rischio di disoccupazione raramente coincidono con quelle sovraindebitate. In generale uno shock occupazionale tende a colpire la “nuova” forza lavoro, ossia i lavoratori che da poco hanno trovato occupazione e i soggetti a basso reddito; dalle precedenti analisi è emerso che le famiglie appartenenti a queste due categorie detengono una quota di debito particolarmente contenuta rispetto al totale a causa della carenza di garanzie richieste dalle banche.

In generale, dato che i livelli di servizio del debito delle famiglie sono oggi maggiori e rimangono elevati più a lungo nel tempo, queste possono incorrere più facilmente in brevi periodi di disoccupazione nel momento in cui l’incidenza del servizio del debito sul reddito risulta ancora significativa.

Per concludere, l’aumento della propensione all’indebitamento implica che l’economia in generale e la spesa per consumi in particolare, risultano più sensibili sia a mutamenti nello stato occupazionale (e quindi nel livello di reddito corrente), sia a modifiche nelle aspettative circa il reddito futuro; pertanto una situazione di sovraindebitamento amplifica l’impatto dello shock che ha inizialmente provocato la contrazione del reddito.

#### *2.6.2. L’impatto delle variazioni dei tassi di interesse*

Rispetto a un aumento del tasso di disoccupazione, le variazioni del livello dei tassi di interesse impattano su un numero molto più elevato di famiglie. La sensibilità di queste ultime alle oscillazioni dei tassi dipende in buona parte dalla prevalenza di mutui a tasso variabile ovvero a tasso fisso. L’effetto di un aumento dei tassi è anche funzione della misura in cui tale variazione era stata anticipata dalle famiglie al momento dell’accensione del mutuo; in altre parole ciò che rileva è se le variazioni dei tassi sono ritenute coerenti con l’oscillazione normale nel corso del ciclo economico oppure se sia intervenuto un cambiamento che ha causato un completo spostamento della struttura per scadenze dei tassi nominali (Debelle, 2004).

Nel caso della Germania i mutui a tasso fisso costituiscono la quota preponderante del totale dei debiti delle famiglie quindi i movimenti dei tassi ufficiali dovrebbero, in teoria, avere soltanto un modesto effetto sul valore dei prestiti<sup>39</sup>. Il tasso passivo su questo tipo di prestiti (che di norma hanno durate medio-lunghe) è correlato al livello dei tassi oltre il breve termine, ossia al tasso ufficiale medio che si ritiene prevarrà durante la vita del mutuo.

Uno spostamento della curva dei tassi può avere un effetto asimmetrico sulle famiglie. Nel caso di uno spostamento verso il basso i mutuatari esistenti saranno incentivati a rifinanziare i prestiti al nuovo tasso; ciò provoca una diminuzione della rata e quindi un incremento del reddito disponibile che può essere destinato ad altri scopi, in particolare al consumo. Il principale ostacolo che riduce la

---

<sup>39</sup> Nel caso dei mutui a tasso fisso le famiglie risultano coperte dal rischio di aumento dei tassi di interesse, tuttavia rinunciano altrettanto completamente a eventuali benefici derivanti da una riduzione dei tassi. Per tale motivo in alcuni paesi, come ad esempio gli Stati Uniti, si sono diffusi mutui ipotecari con incorporata una sorta di opzione che consente alle famiglie di rifinanziarsi a tassi più bassi a seguito di un movimento verso basso dei tassi ufficiali.

convenienza di un simile comportamento è rappresentato dal costo del rifinanziamento che, nei paesi in cui prevalgono i mutui a tasso fisso, è generalmente piuttosto elevato (Debelle, 2004, 59). Uno spostamento al rialzo, che non si ripercuote sui contratti a tasso fisso già esistenti, interessa unicamente i potenziali nuovi mutuatari, pertanto il suo impatto non è influenzato dal livello aggregato del debito delle famiglie.

Sebbene l'aumento del livello dei tassi non impatti in modo particolare sulla situazione finanziaria delle famiglie (indebitate a tasso fisso) esso può avere maggiori ripercussioni sulle istituzioni creditizie che si trovano a dover fare i conti con un aumento dei costi della raccolta non controbilanciato da un aumento dei tassi attivi. Attualmente, però, con il maggior ricorso alle tecniche di cartolarizzazione dei mutui ipotecari, anche le banche risultano schermate dagli effetti negativi di un aumento dei tassi di interesse, chi detiene il rischio sono gli acquirenti dei titoli provenienti dalla cartolarizzazione, in genere Fondi Pensione.

Nei paesi dove prevale l'indebitamento a tasso variabile un aumento dei tassi di interesse provocherebbe conseguenze più gravi sulla situazione finanziaria dei debitori la cui incidenza dipende anche dall'entità della variazione dei tassi rispetto alle aspettative. Nei periodi in cui i tassi di interesse si collocano su livelli particolarmente bassi le famiglie potrebbero decidere di destinare parte dei risparmi, anziché all'incremento dei consumi, all'abbattimento del capitale residuo; ciò permetterebbe di assicurarsi pagamenti rateali costanti anche nei periodi in cui i tassi di interesse risalgono. Nel momento in cui la riduzione dei tassi è percepita come permanente, allora le famiglie potrebbero anche decidere di aumentare il livello di indebitamento sia per finanziare l'acquisto di immobili, sia per finanziare i consumi. Qualora dovesse esservi un aumento dei tassi che viene percepito come permanente esso, almeno inizialmente, colpirebbe soltanto quelle famiglie che non hanno impegnato i risparmi per diminuire l'esposizione in conto capitale; qualora l'aumento dei tassi si protraesse per periodi più lunghi allora si ridurrebbe anche il margine a disposizione delle famiglie e si accentuerebbe l'impatto negativo sui consumi. Dato che nell'ultimo decennio i tassi di interesse si sono collocati su livelli storicamente bassi è plausibile supporre che molte famiglie abbiano anticipato parte dei pagamenti ipotecari, pertanto un aumento dei tassi provocherebbe un impatto sui consumi inferiore rispetto a quanto non facciano ritenere le accresciute dimensioni del debito aggregato del settore.

L'innovazione finanziaria ha portato alla diffusione sul mercato di una variegata serie di prodotti di finanziamento che si collocano a metà strada tra i prestiti a tasso variabile e quelli a tasso fisso; in particolare risultano diffuse alcune tipologie di prestiti che prevedono un tasso fisso per un periodo di tempo non molto lungo e successivamente si trasformano in tasso variabile. In tali casi l'impatto della variazione dei tassi di interesse dipende essenzialmente dalla frequenza di revisione del tasso e dalla differenza in termini assoluti tra il tasso fisso e il tasso variabile in vigore al momento della revisione.

### *2.6.3. L'impatto delle variazioni dei prezzi delle abitazioni*

L'aumento dell'indebitamento e del tasso di proprietà dell'immobile di residenza che si è registrato in Germania nel corso degli ultimi due decenni implica che le famiglie risultino potenzialmente più vulnerabili a eventuali diminuzioni dei prezzi del mercato immobiliare; tuttavia le conseguenze di tale evento sono piuttosto complicate da valutare poiché dipendono in buona parte da altri fattori ambientali peculiari del mercato in cui la riduzione si è verificata.

A prima vista una diminuzione dei prezzi delle abitazioni in un contesto in cui le famiglie risultano fortemente indebitate conduce ad un disavanzo del patrimonio immobiliare, tuttavia la reale entità del disavanzo dipende da molti altri fattori tra cui la valutazione iniziale dell'immobile da parte della banca e la quota finanziata tramite mutuo, l'anzianità del finanziamento stesso (più è "vecchio" il prestito e maggiore è la quota capitale che risulta rimborsata) e l'entità della diminuzione dei prezzi (Debelle, 2004).

In ogni caso una riduzione dei prezzi degli immobili non implica di per sé un aumento del peso del debito per le famiglie poiché quest'ultimo è unicamente funzione della capacità del debitore di far fronte ai pagamenti pattuiti la quale, a sua volta, dipende dal livello dei tassi di interesse e del reddito familiare, ma non dal valore dell'immobile.

Dato che attualmente i tassi di interesse si trovano ancora a livelli storicamente bassi, l'impatto di una contrazione dei prezzi immobiliari potrebbe consistere in una diminuzione della fiducia dei consumatori e della spesa delle famiglie aggravata da un'eventuale inversione nel processo di smobilizzo delle plusvalenze immobiliari.

### *2.6.4. L'impatto del processo di smobilizzo delle plusvalenze immobiliari*

Una delle principali conseguenze dell'aumento del debito delle famiglie che impatta sull'economia di un paese è riconducibile alla crescente tendenza a trarre liquidità dal valore delle abitazioni per finanziare consumi o acquisti di altre attività di diversa natura. In alcuni paesi questo è considerato uno dei principali motori che ha alimentato la propensione al consumo delle famiglie<sup>40</sup>. La monetizzazione del capitale immobiliare realizzata dalle famiglie può essere misurata dalla differenza tra l'indebitamento netto garantito da immobili residenziali e il costo stesso della proprietà immobiliare, ossia il costo per l'acquisto di nuovi alloggi e/o il costo per la ristrutturazione di quelli esistenti. Le famiglie riescono ad estrarre liquidità dal valore patrimonio immobiliare quando l'indebitamento eccede il costo, al contrario immettono liquidità quando il costo supera l'indebitamento.

Le possibilità per le famiglie di realizzare queste operazioni sono attualmente numerose grazie all'introduzione di nuovi strumenti caratterizzati da bassi costi di transazione quali, ad esempio, le ipoteche di secondo grado, oppure altri prodotti

---

<sup>40</sup> L'effetto di questo comportamento è simmetrico, infatti, in alcuni paesi tale fenomeno ha avuto l'effetto inverso: la diminuzione dell'attitudine a monetizzare il capitale immobiliare ha frenato l'economia in misura rilevante (Debelle, 2004).

che permettono alla famiglia di ottenere un credito rotativo garantito dal valore dell'immobile.

Questa maggior completezza del mercato, sia immobiliare sia finanziario, consente alle famiglie di ottimizzare il livello dei consumi nel tempo grazie all'utilizzo di prodotti in grado di compensare temporanei cali di reddito e di allentare ulteriormente i vincoli di liquidità grazie alla possibilità di indebitarsi a condizioni migliori in previsione di un futuro aumento dei tassi di interesse offrendo la propria casa in garanzia.

Dal momento che i tassi di interesse applicati ai mutui ipotecari risultano in genere inferiori a quelli applicati su prodotti creditizi alternativi, le famiglie sono incentivate a consolidare nel mutuo altre forme di finanziamento: in particolare lo smobilizzo del patrimonio immobiliare può essere utilizzato per l'acquisto di beni durevoli che, in alternativa potrebbe essere finanziato soltanto a tassi maggiori.

Nei paesi in cui le famiglie hanno fatto ampio ricorso alla monetizzazione del capitale immobiliare questo ha generato un consistente incremento sia dei consumi sia degli investimenti residenziali, tuttavia, affinché la spinta sui consumi non si esaurisca è necessario che la quantità di capitale prelevato continui ad aumentare nel tempo (Debelle, 2004); dal momento in cui i livelli di smobilizzo si attestano su un valore costante anche la crescita dei consumi iniziano a calare a causa dell'attenuarsi del corrispondente impulso sul reddito.

## 2.7. Conclusioni

Il presente lavoro ha proposto un'analisi del livello di sovraindebitamento delle famiglie tedesche fondata su un approccio di tipo indiretto: data la mancanza di dati disaggregati riferiti alla situazione finanziaria specifica delle famiglie tedesche si è deciso di osservare tutta una serie di variabili che sono considerate strettamente connesse al fenomeno.

I principali risultati dell'analisi economico-finanziaria mostrano che:

- nel corso degli ultimi vent'anni il debito delle famiglie è aumentato sebbene, attualmente (diversamente dagli altri paesi europei), i ritmi di crescita risultino prossimi allo zero; questa dinamica rispecchia la risposta dei consumatori alla discesa dei tassi di interesse e all'allentamento dei vincoli di liquidità;
- l'aumento dell'indebitamento ha determinato non soltanto un aumento dei consumi, ma soprattutto un incremento della ricchezza delle famiglie sia di natura finanziaria (i risparmi) sia di natura reale (gli immobili).
- attualmente il grado di *leverage* che caratterizza la situazione finanziaria delle famiglie tedesche non è particolarmente elevato e soprattutto risulta stabile da diversi anni; la situazione appare ancor più robusta se si considera il fatto che nonostante i prezzi del mercato immobiliare tedesco abbiano subito un rallentamento già da qualche anno (al contrario degli paesi Europei), il tasso di risparmio delle famiglie si mantiene su livelli piuttosto elevati;

- la maggior parte del debito contratto dalle famiglie è relativo a mutui ipotecari a tasso fisso per l'acquisto dell'abitazione di residenza.

Anche l'analisi microstrutturale ha evidenziato una situazione non particolarmente drammatica in cui, nonostante vi siano alcune realtà problematiche, lo stato di salute della situazione finanziaria delle famiglie è soddisfacente. In particolare si è visto che:

- il debito tende ad aumentare nel caso di famiglie che godono di redditi più elevati e nel caso di famiglie più giovani e più numerose;
- a maggior parte del debito è detenuta dalle famiglie ad alto reddito;
- il peso del servizio del debito decresce in funzione dell'età e cresce in funzione del reddito;
- quando si verifica un'insolvenza questa generalmente riguarda un prestito di importo relativamente contenuto che complessivamente rappresentano una quota quasi trascurabile rispetto al totale dei prestiti presenti nel sistema;
- i casi di insolvenza sono più diffusi tra le famiglie relativamente giovani.

Nonostante la situazione generale sia positiva sono state indagate le cause che potenzialmente sono in grado di far degenerare una normale situazione di indebitamento in un problema di sovraindebitamento al fine di comprendere se, nel caso delle famiglie tedesche, questo rischio sia effettivamente presente e in qual misura. I fattori che sono suscettibili di influenzare (negativamente) la capacità della famiglia di onorare i propri debiti mantenendo uno stile di vita dignitoso sono di duplice natura; possono cioè riguardare l'ambito sociale in cui l'individuo è inserito (fattori esterni), oppure possono riguardare la persona stessa (fattori interni). In tutti i casi, comunque, è l'agire congiunto di due o più fattori che determina l'insorgere del problema. Tra i primi vi sono:

- povertà;
- disoccupazione;
- fallimenti aziendali;
- perdita del lavoro;
- separazione o divorzio;
- malattia.

Tra i fattori interni si elencano:

- scarsa cultura finanziaria;
- eccessiva propensione al consumo;
- utilizzo di servizi finanziari non adeguati;
- dipendenza.

Nel momento in cui si verifica una situazione di sovraindebitamento gli effetti che essa provoca sull'individuo e sulla famiglia cui appartiene risultano particolarmente drastici e, spesso, si innesca un circolo vizioso che impedisce alla famiglia di uscire dalla situazione di problematicità nonostante vi sia la volontà di

porvi rimedio. La principale conseguenza riguarda l'esclusione sociale; il soggetto sovraindebitato si trova emarginato dal resto della società poiché gli viene precluso l'accesso al credito a causa della mancanza di garanzie e, spesso, gli viene precluso l'accesso anche al mercato del lavoro a causa delle esternalità negative connesse al pignoramento dello stipendio.

In secondo luogo il sovraindebitamento genera anche una serie di conseguenze a livello economico finanziario la cui entità dipende anche dalla causa che ha scatenato il problema (uno shock reddituale, una variazione dei tassi di interesse, una variazione dei prezzi delle abitazioni, ecc...).

**Tabella 2.5 – Situazione finanziaria delle famiglie tedesche – dati in miliardi di euro**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Prestiti	814,9	881,9	969,7	1.063,9	1.137,5	1.216,1	1.279,3	1.354,3	1.453,2	1.500,8	1.522,2	1.538,3	1.554,1	1.557,6	1.555,9	1.556,1
<i>di cui:</i>																
<i>Prestiti a breve termine</i>	90,7	97,4	99,1	100,2	103,6	106,0	103,3	109,8	111,7	113,7	110,5	106,5	98,7	90,3	85,6	80,2
<i>Prestiti a lungo termine</i>	724,3	784,6	870,6	963,7	1.034,0	1.110,1	1.176,0	1.244,5	1.341,5	1.387,1	1.411,7	1.431,7	1.455,3	1.467,3	1.470,3	1.475,9
Altre passività	13,5	14,0	14,5	15,8	16,9	16,6	16,0	16,2	14,2	12,9	13,2	13,8	14,4	16,1	12,8	9,7
<b>Totale delle passività</b>	828,4	895,9	984,2	1.079,7	1.154,5	1.232,7	1.295,3	1.370,5	1.467,4	1.513,7	1.535,4	1.552,1	1.568,4	1.573,7	1.568,7	1.565,9
<i>in % del reddito disponibile</i>	82,0%	82,6%	87,7%	92,8%	96,3%	101,0%	104,4%	108,3%	113,1%	113,2%	110,5%	110,6%	109,5%	107,8%	105,8%	103,3%
<i>in % del PIL</i>	54,0%	54,4%	58,1%	60,6%	62,5%	65,7%	67,6%	69,7%	72,9%	73,4%	72,7%	72,4%	72,5%	71,2%	69,9%	67,4%
<i>% erogata da banche</i>	98,52%	98,68%	95,31%	89,24%	87,04%	87,56%	87,84%	88,31%	82,39%	83,75%	84,38%	82,30%	79,84%	76,99%	76,47%	76,90%
<b>Attività finanziarie</b>	2014,188	2154,853	2390,397	2474,49	2658,065	2841,887	3058,505	3267,187	3539,042	3607,985	3706,139	3675,925	3907,475	4086,632	4305,104	4528,615
<b>Attività finanziarie nette</b>	1.185,8	1.258,9	1.406,2	1.394,8	1.503,6	1.609,2	1.763,2	1.896,7	2.071,6	2.094,3	2.170,7	2.123,8	2.339,1	2.512,9	2.736,4	2.962,7
<i>in % del reddito disponibile</i>	117,4%	116,1%	125,4%	119,9%	125,4%	131,9%	142,1%	149,9%	159,6%	156,6%	156,2%	151,4%	163,4%	172,2%	184,6%	195,4%
<b>Attività non finanziarie</b>					4.121,1	4.246,2	4.317,4	4.422,4	4.515,0	4.585,8	4.615,4	4.743,0	4.768,0	4.783,0	4.782,6	

Fonte: Bundesbank



## *Bibliografia*

- ADI Finanza, 2006, Sovraindebitamento delle famiglie, Agenzia Adiconsum, anno XVIII n. 70.
- Bartzsch, N., E. Stöss: 2007, Measuring German household debt: financial accounts data and disaggregated survey data as complementary statistics, IFC Bulletin, n. 26.
- Benito, A., J. Thompson, M. Waldron, R. Wood, 2006, House prices and consumer spending, Quarterly Bulletin, summer 2006, Bank of England.
- Berben, R. P., K. Bernoth, M. Mastrogiacomo: 2007, Households' response to wealth changes: do gains or losses make a difference?, IFC Bulletin n. 25.
- Betti, G., N. Dourmashkin, M. Rossi, Y. Ping Yin: 2007, Consumer over-indebtedness in the EU: measurement and characteristics, Journal of Economic Studies Vol. 34 No. 2, Emerald Group Publishing Limited.
- Braucher, J.: 2006, Theories of Overindebtedness: Interaction of Structure and Culture, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No. 06-04, The University Of Arizona, Tucson, James E. Rogers College Of Law.
- Cicia, A.: 2004, Il sovraindebitamento del consumatore e la legge tedesca sull'insolvenza del 5 ottobre 1994, in: P. Salvatore, Annuario di diritto tedesco, Ed. Giuffrè.
- Debelle, G.: 2004a, Household Debt and the Macroeconomy, BIS Quarterly Review, marzo, pp. 51 – 64.
- Debelle, G.: 2004b, Macroeconomic implications of rising household debt, BIS Working Paper n. 153.
- Deutsche Bundesbank, 2006, Financial Stability Review, novembre.
- ECB: 2003, Structural factors in the EU housing market, European Central Bank.
- Eickmeier, S., B. Hofmann, A. Worms: 2006, Macroeconomic fluctuations and bank lending: evidence for Germany and the euro area, Discussion Paper Series 1: Economic Studies n. 34, Deutsche Bundesbank, Research Centre.
- European Commission, Implementation Report 2005. Federal Republic of Germany.
- Eurostat: 2007, Comparative EU statistics on Income and Living Conditions: Issues and Challenges, Proceedings of the EU-SILC conference, Methodologies and working papers.
- Fagan, G., V. Gaspar: 2007, Adjusting to the euro, European Central Bank, Working Paper Series: 716.
- Girouard, N., M. Kennedy, C. André: 2007, Has the rise in debt made households more vulnerable?, Economics Department Working Paper N. 535, OECD.

- Greiber, C., R. Setzer: 2007, Money and housing – evidence for the euro area and the US, Discussion Paper Series 1: Economic Studies, Deutsche Bundesbank.
- Haas, O. J.: 2006, Overindebtedness in Germany, Working Paper N° 44, International Labour Organization, Geneva.
- Iacoviello, M.: 2000, House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis, Working Paper n. 18, ECB.
- IMF, 2007, Global Financial Stability Report, Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies, World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund.
- Insolvencies in Europe 2004/2005, Survey by the Creditreform Economic Research Unit.
- Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, 2007, Measuring the financial position of the household sector, Volume 1, Proceedings of the IFC Conference, Basel.
- Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, 2007, Measuring the financial position of the household sector, Volume 2, Proceedings of the IFC Conference, Basel.
- Kilborn, J. J.: 2003, The Innovative German Approach to Consumer Debt Relief: Revolutionary Changes in German Law, and Surprising Lessons for the U.S., *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 24, p. 257.
- Kilborn, J. J.: 2005, Behavioral Economics, Overindebtedness & Comparative Consumer Bankruptcy: Searching for Causes and Evaluating Solutions, *Bankruptcy Developments Journal*, Vol. 22, p. 13.
- Martins, N. E. Villanueva: 2003, The Impact of Interest-rate Subsidies on Long-term Household Debt: Evidence from a Large Program, *Economics Working Papers*, Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra.
- OECD, 2007, Financial Market Trends, Volume n. 92, Organisation For Economic Co-Operation And Development.
- OECD: 2001, When money is tight: poverty dynamics in OECD countries, in: *Employment Outlook*, Cap. 2, Organisation For Economic Co-Operation And Development.
- Rigo, C. :2007, The savings of households in the national accounts, *IFC Bulletin* n. 25.
- Rinaldi, L. A. Sanchis-Arellano: 2006, Household debt Sustainability. What explains Household Non-performing Loans? An empirical analysis, Working Paper n. 570, ECB.
- Schulden Kompass, 2006, Empirical Indicators of Private Debt and Overindebtedness, SCHUFA Holding AG.
- UNCITRAL, 2005, Legislative Guide on Insolvencies Law, United Nations Commission on International Trade Law, New York.
- Volpini, L., A. Tucciarone, G. De Leo: 2005, L'uso responsabile del denaro in soggetti sovraindebitati e vittime di usura, *Psicologia e giustizia*, anno VI, n. 1.
- Von Peter, G.: 2005, Debt-deflation: concepts and a stylised model, *BIS Working Paper* n. 156.

## Capitolo 3

### *Il sovraindebitamento delle famiglie italiane*

#### 3.1. Il sovraindebitamento: definizione qualitativa e quantitativa

Nonostante i numerosi dibattiti sul tema del “sovraindebitamento”, ancora oggi sono evidenti fabbisogni di conoscenza relativi a :

- definizione univoca e accettata, sia in chiave economica sia giuridica (quest’ultima prospettiva continua infatti a concentrarsi sulle problematiche di insolvenza);
- metodologie di misurazione e quantificazione;
- linea di confine fra condizioni di indebitamento sostenibile e insostenibile;
- soggetti preposti al riconoscimento e dichiarazione dello stato di esposizione eccessiva;
- dati disponibili per ricerche su serie temporali estese.

Si tratta di un fenomeno dagli importanti risvolti economico-sociali che sempre di più interessa le economie dei Paesi industrializzati. Dall’analisi della letteratura sul tema, si può tentare una definizione in base alla quale (Reifner et al. 2003) “come fenomeno sociale, il sovraindebitamento è una situazione in cui l’individuo non è in grado di far fronte ai propri impegni finanziari nel prossimo futuro. Consiste nel deterioramento complessivo delle condizioni economiche del soggetto stesso e delle persone a suo carico, che può provocare l’emarginazione sociale, superiori costi di vita e una minor partecipazione allo sviluppo economico e al progresso sociale.”

La complessità del fenomeno deriva dalla possibilità di affrontare il tema secondo quattro prospettive (Anderloni 1997):

- trasformazione dell’economia moderna che genera una nuova cultura/società del credito;
- variazioni del reddito che espongono i soggetti al rischio di non poter fronteggiare il regolare rimborso dei debiti;
- processi decisionali incompleti da parte del consumatore, generati dalla mancanza di informazioni su prodotti, prospettive e capacità di restituzione;
- eccessiva espansione del credito, senza una valutazione dei rischi e dei costi.

Per fornire maggiori chiarimenti, è opportuna una distinzione fra due tipologie principali, alle quali si può affiancare una terza, accessoria:

- *Sovraindebitamento attivo*: rappresenta uno stato di emergenza economica generato da un'eccessiva propensione dell'individuo al consumo. E' conseguenza della sovrastima delle risorse che saranno disponibili, o della sottostima degli oneri dei rimborsi, da parte delle famiglie.
- *Sovraindebitamento passivo*: si identifica in condizioni di difficoltà economiche provocate da fattori traumatici, congiunturali, imprevedibili e non dipendenti dalla volontà del soggetto. Questi causano una riduzione o eliminazione delle fonti di reddito, interrompendo o affievolendo i flussi di entrata e determinando l'insorgenza di passività impreviste.
- *Sovraindebitamento differito*: è una definizione in chiave prospettica, poiché esprime la predisposizione al sovraindebitamento e anticipa l'emergere del problema in un tempo futuro (Fiasco 2001).

Anche a livello metodologico, le ricerche condotte hanno seguito approcci diversi, basati sul calcolo di indicatori e successivamente rielaborati a seconda dell'impostazione prescelta. Fra quelli in uso si possono citare:

- valore totale dei debiti o livello di indebitamento pro capite;
- percentuale di famiglie con passività nette;
- rapporto consumi/reddito;
- rapporto debiti/totale attività;
- incidenza di episodi di bancarotta o ritardi nei pagamenti periodici;
- livelli di frode finanziaria;
- passività media per bancarotta;
- numero di soggetti che si auto-definiscono "sovraindebitati".

Si può ricorrere poi a diversi approcci.

*Modello amministrativo*: si tratta di calcolare la quota di prestiti che, a seguito del mancato pagamento della rata, è stata registrata dalle agenzie del credito o è stata oggetto di azioni legali. E' un approccio che risente dei quadri normativi nazionali ed è sconsigliabile nell'analisi comparata fra Paesi.

*Modello oggettivo*: si basa sul calcolo di alcuni indicatori (ad esempio il rapporto debito/totale attività, reddito/pagamenti del debito). Questo modello solo parzialmente permette di risolvere il problema di definizione: non esiste una soglia predeterminata e, qualora fosse identificata, essa tenderebbe a variare in relazione a fattori quali età, propensione a consumo o risparmio, incertezza, composizione delle attività in portafoglio, orizzonti temporali di riferimento, preferenze, ecc.

*Modello soggettivo*: si tratta di misurare la condizione di insostenibilità mediante le impressioni dei soggetti coinvolti. Ricorrendo a interviste, si tratta di uno schema potenzialmente affetto dall'eterogeneità fra gli individui contattati.

*Modello del ciclo vitale e del reddito costante* (o modello di Modigliani). In ogni fase del ciclo vitale, un individuo (per ipotesi perfettamente razionale, dotato di ogni informazione e in condizioni di certezza) esprime la propria necessità di consumo in relazione al reddito corrente e atteso nel futuro. Egli sceglie come ripartire le risorse fra un periodo e l'altro, decidendo se anticipare o posticipare il consumo. Nei periodi in cui il reddito è inferiore, il soggetto si indebita; nelle fasi successive, con l'aumentare delle entrate, provvede al rimborso dei debiti passati.

Nella realtà vari shock possono investire gli individui, modificando i loro comportamenti.

### 3.2. Le forme di finanziamento alle famiglie: credito immobiliare e credito al consumo

I processi di deregulation e l'innovazione finanziaria degli ultimi anni hanno consentito l'ampliamento, la diversificazione e la specializzazione dell'offerta creditizia. Le famiglie hanno la possibilità di ottenere credito secondo formule rispondenti alle loro esigenze. Tuttavia, la maggior accessibilità deve essere interpretata secondo una duplice chiave di lettura:

- come elemento funzionale al moderno sistema economico, nel quale gli individui possono programmare il futuro con maggiore flessibilità;
- come forte stimolo all'indebitamento, i cui risvolti negativi si evidenziano quando, da condizioni fisiologiche, si passa a situazioni patologiche.

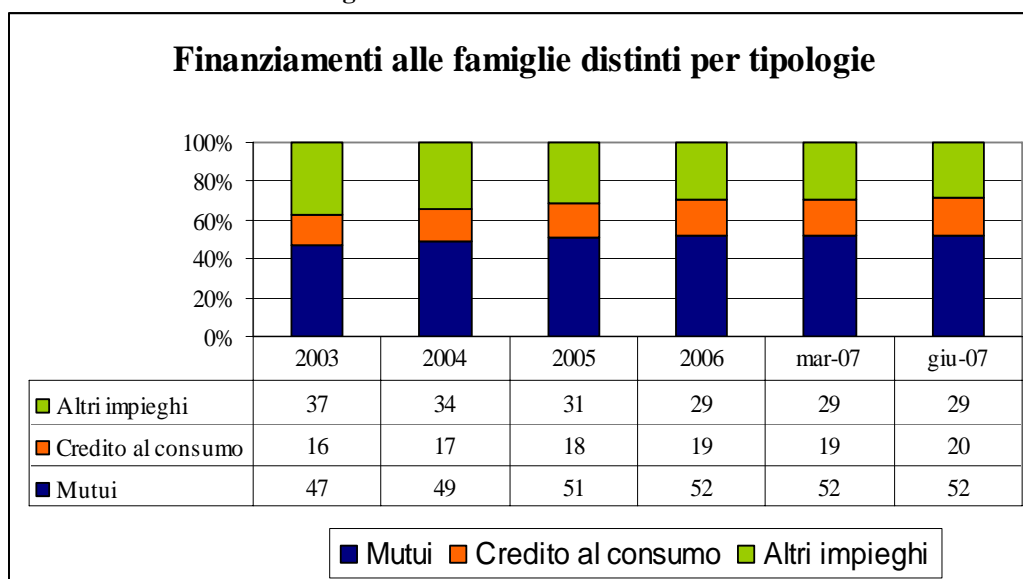
Tutte le tipologie di credito stanno seguendo, da alcuni anni, un trend crescente (tabella 3.1), sebbene particolare attenzione spetti ai mutui (figura 3.1).

**Tabella 3.1 – I crediti alle famiglie (var. % annuale)**

	2003	2004	2005	2006	Mar-07	Giu-07
Mutui	17.2	19.8	17.4	12.5	10.7	9.5
Credito al consumo	11.6	20.8	18.6	17.7	19.8	18.4
Impieghi a famiglie	9.7	14.3	12.5	10.9	10.4	10.1

Fonte: CRIF, 2007

Figura 3.1 – I crediti: classificazione



Fonte: CRIF, 2007

### 3.3. Credito immobiliare

Si tratta del credito disponibile per l'acquisto di un bene immobile o per il sostenimento delle spese di ristrutturazione. La forma contrattuale tipica è rappresentata dal mutuo, definito nel Codice civile (art. 1813) come uno strumento finanziario con il quale "una parte consegna all'altra una determinata quantità di denaro o di altre cose fungibili e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e quantità". A livello operativo, si tratta di una forma di prestito di medio-lungo termine, erogata dalla banca in un'unica soluzione, a fronte della quale il mutuatario è obbligato a corrispondere una successione di versamenti periodici. Le rate comportano il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi, secondo uno specifico piano di ammortamento. Peculiarità di questo finanziamento è la natura ipotecaria: il mutuo erogato deve essere garantito da un'ipoteca di primo grado, costituita sull'immobile stesso per cui il mutuatario ha fatto richiesta. Data la numerosità di elementi caratteristici, l'innovazione finanziaria ha creato una moltitudine di contratti, "tagliati su misura" del cliente. Le voci flessibili per la personalizzazione del prodotto sono:

- percentuale di finanziamento erogabile rispetto al valore dell'immobile acquistato;
- tasso d'interesse, che al momento della stipula può essere:
  - ✓ fisso: al momento della stipulazione le controparti stabiliscono il tasso che il mutuatario dovrà rendere alla controparte. Grazie allo sviluppo del

comparto, anche questa tipologia è stata arricchita con l'opportunità di rivedere, dopo un certo lasso di tempo, i termini contrattuali ed apportare cambiamenti;

- ✓ variabile: è il modello più complesso poiché prevede la revisione periodica del tasso da parte della banca, sulla base di uno o più parametri di riferimento (ad esempio Libor, Euribor, tasso ufficiale di sconto, prime rate...). Per la sua flessibilità, è la fattispecie preferita dalla clientela.

- piano di ammortamento: definisce il piano di rimborso a carico del mutuatario.

Nonostante il modello francese (rata di capitale e interessi costante) continui ad essere l'opzione più frequente, le innovazioni hanno introdotto alternative quali:

- ✓ piano all'italiana: per la determinazione della rata periodica la quota capitale è costante, mentre decrescente è la componente interessi;
- ✓ piano alla tedesca: gli interessi sono pagati anticipatamente;
- ✓ piano all'americana: prevede l'utilizzo di due tassi, uno per il finanziamento, e uno (inferiore al primo) per un piano di accumulo associato per la costituzione di una somma atta a rimborsare la quota capitale.

- durata del contratto: il periodo per il rimborso viene sancito al momento della stipulazione. Indagini di settore evidenziano lo spostamento delle preferenze della clientela verso contratti più lunghi, nel range fra 18 e 25 anni.

La durata non è comunque una caratteristica stringente, poiché le recenti liberalizzazioni riconoscono:

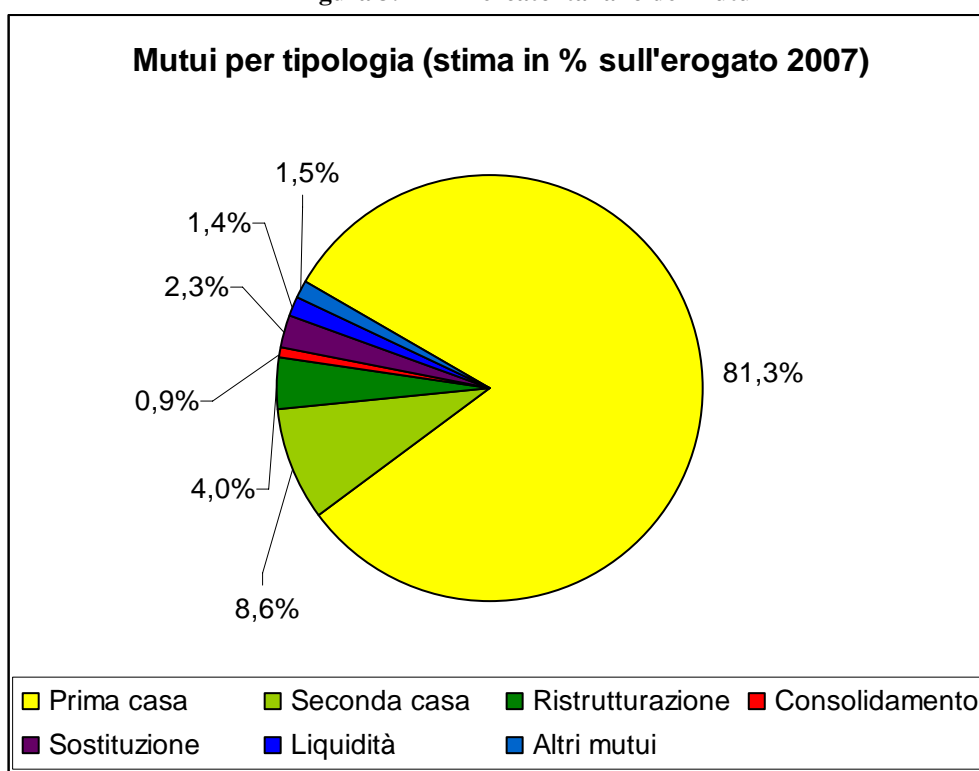
- ✓ la possibilità di estinzione anticipata, senza l'aggravio di una penale che veniva calcolata sull'ammontare del debito residuo e compresa fra lo 0,50 e l'1,5%;
- ✓ la possibilità di trasferire il mutuo presso un altro istituto bancario senza costi aggiuntivi (se non quelli tecnici);
- ✓ la possibilità di rinegoziare il prestito, a condizioni più vantaggiose.

Dalle diverse combinazioni fra clausole, nasce la straordinaria varietà dell'offerta. Spinti dal rallentamento del mercato e dalle liberalizzazioni con conseguente competitività, gli operatori penetrano in nuove aree di business, con contratti sempre più "esotici", per acquistare e fidelizzare la clientela. Tra le novità in crescita (rispetto al 2006, dall'1,6 al 4,6%; figura 3.2) spiccano:

- *mutui di consolidamento*: la procedura prevede l'accensione di un nuovo contratto di mutuo che raggruppa tutti i debiti del cliente con un nuovo piano di rimborso più lungo e con una rata singola di valore inferiore alla somma di tutte le rate precedenti;

- *mutui di sostituzione*: mediante questo prodotto, il cliente ha la possibilità di sostituire il finanziamento precedente con un nuovo contratto, nel quale possono essere riviste tutte le condizioni (durata, tasso, ecc);
- *mutui di liquidità*: è una procedura che consente la raccolta di risorse destinate all'acquisto di beni e servizi particolarmente costosi, opportunamente garantita da ipoteca. La nuova frontiera del settore è rappresentata proprio dall'incrocio fra il finanziamento per la casa e il prestito personale, dove l'immobile è la forma di garanzia principale;
- *mutui abbinati a contratti assicurativi*: il contratto prevede che il mutuatario rimborsi alla banca la quota interessi e che la quota capitale sia restituita alla scadenza mediante i fondi costituiti per effetto del periodico versamento di premi relativi ad un contratto di assicurazione.

Figura 3.2 - Il mercato italiano dei mutui



Fonte: Databank 2007

La personalizzazione del prodotto è fattore positivo per il cliente, che acquista l'alternativa più consona alle proprie esigenze, ma resta da chiedersi se realmente gli individui siano capaci di valutare costi ed opportunità dei nuovi contratti.

In relazione all'indebitamento delle famiglie, il credito immobiliare rappresenta la voce che incide di più, sebbene la percentuale sul PIL, pari al 15,3%, sia ancora inferiore alla media europea del 39,6%. Dal Bollettino della Banca d'Italia (ottobre 2007) emerge come il trend stia progressivamente rallentando (tabella 3.2): nei dodici mesi precedenti lo scorso giugno, infatti, la



crescita si è fermata al 9,5% contro il 12,6% del dicembre 2006 (trattasi di valori comunque non definitivi, dato che già ad agosto i mutui segnalavano una nuova ripresa al 9,8%).

**Tabella 3.2 – Andamento mercato dei mutui immobiliari**

	2003	2004	2005	2006
Tassi di crescita annui	17,2	19,8	17,4	12,5

*Fonte:* Osservatorio ASSOFIN, CRIF, PROMETEIA sul Credito al dettaglio, vol.22

### 3.4. Credito al consumo

Con tale termine si intende la concessione di un credito a favore di un consumatore per effettuare le proprie spese. Può avvenire sotto forma di dilazione di pagamento, finanziamento o altra agevolazione finanziaria e consente il rimborso rateale dell'importo dovuto. Il credito al consumo include pertanto tutti quei fondi destinati a finanziare l'acquisto di beni e servizi da parte delle famiglie, ed esclude i prestiti concessi in relazione all'acquisto e alla ristrutturazione di immobili e quelli funzionali allo svolgimento di un'attività professionale.

Questa forma di finanziamento può avere effetti:

- sul benessere collettivo, perché consente, a coloro che vi fanno ricorso, di modificare il profilo intertemporale dei consumi;
- sugli intermediari, perché offre la possibilità di diversificare il portafoglio delle attività e di generare profitti aggiuntivi rispetto alle attività *core*.

Il mercato del credito al consumo presenta differenze rispetto alla tradizionale attività di prestito delle banche, soprattutto per l'elevato numero di operazioni e per gli importi medi unitari modesti.

Dal lato della domanda, le diverse fattispecie di prodotto riflettono la tipologia di beni e servizi finanziati, l'eterogeneità dell'allocazione temporale dei flussi in entrata e uscita. Dal lato dell'offerta, gli intermediari attivi includono banche che svolgono tale attività in via non prevalente, banche specializzate, società finanziarie specializzate che possono far parte di gruppi bancari o industriali (società *captive*), altri intermediari finanziari non riconducibili ai gruppi precedenti (tabella 3.3).

**Tabella 3.3 - Il credito al consumo in Italia**

Tipologia operatori	Composizione del credito al consumo		Numerosità degli operatori	
	2002	2005	2002	2005
Banche specializzate	22,9	28,3	7	8
Banche generaliste	35,5	25,8	614	633
Soc. ex art 107 di gruppi con a capo una banca italiana	8,7	12,6	10	14
Altre società ex art 107	21,6	24,2	21	27
Banche e società ex art 107 captive	11,3	9,1	9	8

*Fonte:* Banca d'Italia, segnalazioni statistiche di vigilanza

La tabella sottolinea la centralità degli intermediari bancari a cui, nel 2005, facevano capo oltre i due terzi del mercato, e un grado di concentrazione piuttosto elevato. I dati rilevano una tendenza verso la specializzazione: le banche occupano il segmento dei prestiti personali, gli intermediari specializzati dominano i prestiti finalizzati.

Destinato inizialmente all'acquisto di un bene durevole (ad esempio l'automobile), il credito al consumo è diventato un mezzo usato per i prodotti più diversi (elettrodomestici, telefonini, computer, ma anche vacanze, viaggi e beni di uso quotidiano). Le ragioni del successo vanno ricercate nei vantaggi ottenibili da chi ne fa richiesta:

- ✓ accessibilità immediata all'acquisto, direttamente presso il punto vendita;
- ✓ velocità di erogazione;
- ✓ semplicità delle procedure;
- ✓ elevato contenuto del servizio offerto;
- ✓ numerosità di tipologie offerte (tabella 3.4). Una prima classificazione va fatta fra prestiti finalizzati e non finalizzati: se i primi impongono dei vincoli di utilizzo al cliente, poiché sono destinati all'acquisto di beni e servizi specificamente elencati, i secondi lasciano piena libertà di scelta nelle modalità e scopi di impiego delle risorse ottenute. Un'altra distinzione riguarda la possibilità che il credito venga erogato tramite o meno l'uso di carte di credito (revolving o non revolving)

**Tabella 3.4 – Una classificazione per il credito al consumo**

Credito non finalizzato	Credito finalizzato
Prestito personale rateale	Rateale classico
Scoperto di conto	Credit revolving
Apertura di credito rotativa	Carte di credito revolving
Apertura di credito su carta e cash advanced	
Cessione del quinto	

Fonte: Filotto (2000)

*Prestito personale rateale:* è la forma di finanziamento non finalizzato più diffusa, grazie alla flessibilità sia in termini di somma erogata sia di periodo di restituzione (trattasi di parametri variabili in base ai singoli operatori: generalmente il prestito non supera i 60.000€ e l'ammortamento si esaurisce entro 120 mesi). L'operazione prevede il pagamento di rate costanti, a tasso fisso; talvolta sono richieste garanzie personali o l'interposizione di un terzo co-obbligato. Le procedure cambiano in base al soggetto erogatore: nel caso di una banca generalista, l'importo è accreditato automaticamente sul conto corrente del richiedente; nel caso di un operatore specializzato, ma privo dell'autorizzazione a detenere conti correnti, l'erogazione prevede il trasferimento della liquidità dall'erogatore originario all'intermediario bancario presso il quale il cliente detiene un proprio conto. Le differenze rilevate spiegano perché i costi applicati sul finanziamento divergono: la banche generaliste praticano condizioni migliori, perché il prestito personale rientra in una relazione con il cliente di medio lungo periodo, con intensi scambi fra le controparti.

*Scoperto di conto corrente:* è un finanziamento implicito o informale, poiché è offerto senza una richiesta effettiva da parte del cliente. Si tratta di credito al consumo perché consente di provvedere al pagamento di beni o servizi, anche in assenza di disponibilità liquide.

*Apertura di credito rotativa:* è una forma onerosa per l'intermediario, che difficilmente riesce ad realizzare un sufficiente monitoring del cliente. Per tale ragione, è offerto a clienti consolidati, che abbiano già dimostrato la loro affidabilità finanziaria. Il nome stesso fa rientrare il prodotto tra le aperture di credito, anche se sussistono importanti peculiarità:

- ✓ l'ammontare degli utilizzi è prestabilito;
- ✓ il piano di rimborso è definito sin dall'inizio, con una rata minima di riferimento;

- ✓ le linee di credito possono essere utilizzate sia per acquisire del contante, sia per effettuare acquisti presso i venditori convenzionati.

*Apertura di credito su carta e cash advance:* è un'evoluzione del prodotto precedente poiché sfrutta i vantaggi del supporto di plastica che si traducono in:

- ✓ minori costi materiali;
- ✓ maggior accessibilità agli anticipi di liquidità, grazie all'estensione del circuito Bancomat

*Cessione del quinto dello stipendio:* l'operazione prevede il rimborso del finanziamento attraverso una serie di rate, corrispondenti fino ad un massimo del quinto dello stipendio. Originariamente ammessa per i dipendenti di enti pubblici, amministrazioni statali e altri enti, tale forma di finanziamento è estesa oggi a tutti i pensionati e dipendenti privati. È una procedura piuttosto complessa e che prevede:

- ✓ interposizione di una terza parte, ovvero del datore di lavoro;
- ✓ valutazione dell'impresa presso la quale lavora il debitore; l'azienda deve garantire non solo solidità patrimoniale, ma anche evitare comportamenti fraudolenti nel percepire alla fonte i pagamenti rateali;
- ✓ stipulazione di un contratto assicurativo contro il rischio di morte e licenziamento del dipendente.

*Rateale classico:* l'operazione consiste nella concessione di una somma predefinita, con ammortamento a tasso fisso e rate costanti. A differenza di altri prestiti, l'erogazione non avviene direttamente a favore del richiedente, bensì del venditore del bene o servizio, oggetto del finanziamento. I termini contrattuali variano in base al tipo di bene acquistato, della durata, delle politiche dell'ente erogatore ma anche dei produttori del bene finanziato.

*Credit revolving:* pur essendo paragonabili alle aperture di credito tradizionali, si tratta di finanziamenti strutturati, in cui è predefinito il piano di rimborso e il livello minimo delle rate. Sono prodotti per clienti consolidati, che hanno o sono in procinto di concludere operazioni precedenti di rateale classico. Grazie al supporto plastico, il cliente può usufruire di un duplice servizio: acquisto diretto presso i punti vendita convenzionati, e liquidità grazie all'accesso alla rete Bancomat.

*Carte di credito revolving:* l'offerta di questi prodotti rientra nella fattispecie del credit revolving. Sono uno strumento di rilievo poiché rendono compatibili la funzione di pagamento con quella di finanziamento. Ad oggi, si tratta del comparto con i più elevati tassi di crescita e caratterizza soprattutto l'offerta delle società finanziarie.

Per il titolare i principali benefici sono così riassumibili<sup>41</sup>:

- ✓ possibilità di effettuare acquisti quotidiani e occasionali e di decidere la dilazione del pagamento, in una fase successiva all'acquisto;
- ✓ tempi ridotti per l'erogazione del prestito;
- ✓ accesso alla rateizzazione presso molti venditori, aderenti alla rete.

Passando all'analisi di settore, i dati di fine 2006 (tabella 3.5) mostrano un comparto in crescita (17%), con tassi inferiori rispetto al passato, e un'incidenza rispetto al PIL ancora contenuta (5,8% contro media europea del 9,4%).

**Tabella 3.5 – Andamento del mercato del credito al consumo**

	2003	2004	2005	2006
Tassi crescita annui	13.8	15.1	20.8	17

*Fonte:* Osservatorio ASSOFIN, CRIF, PROMETEIA sul Credito al dettaglio, vol. 22

Se si guarda al debito totale e al credito al consumo delle famiglie italiane, emerge che il primo è molto più basso nelle province del Centro-Sud rispetto a quelle del Centro-Nord, mentre il quadro si rovescia nel secondo caso: le famiglie che ricorrono di più al credito al consumo sono quelle delle province meridionali. Per l'indebitamento, cause della segmentazione territoriale possono essere il diverso grado di efficienza ed efficacia della tutela dei diritti dei creditori e la dotazione di capitale sociale, non altrettanto è riscontrato per le differenze nel credito al consumo.

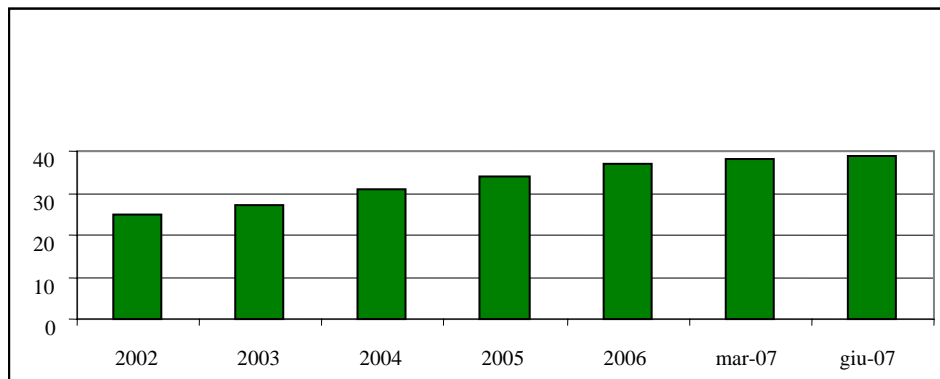
### 3.5. Il sovraindebitamento in Italia: soggetti a rischio e fattori scatenanti

Le famiglie italiane ricorrono sempre di più al debito (secondo formule diverse) per soddisfare il proprio fabbisogno di risorse (figura 3.3a, 3.3b).

---

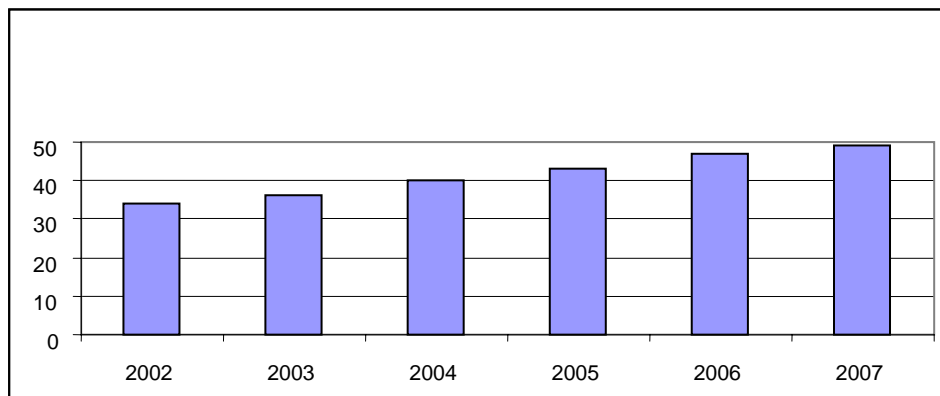
<sup>41</sup> Maggiori informazioni in "Il credito al consumo in Italia. Mercato, carte revolving, tecnologie e gestione dei rischi", ABI, *Lavori delle Commissioni Tecniche*, 2001

**Figura 3.3a – Indebitamento a confronto con PIL (valori %)**



*Fonte: CRIF (2007)*

**Figura 3.3b – Indebitamento a confronto con reddito disponibile (valori %)**



*Fonte: Bollettino Economico, Banca d'Italia, ottobre 2007*

L'analisi dei dati aggregati non consente però di scoprire le categorie di soggetti a rischio e neppure le cause che inducono tale condizione.

Per comprendere al meglio questi aspetti è utile partire dall'ipotesi del ciclo di vita e delle connesse possibili interazioni con le scelte di risparmio e consumo. Secondo tale impostazione, consumo e risparmio sono funzioni dello stadio vitale, e il consumo, in particolare, è funzione lineare della liquidità disponibile e dei redditi futuri scontati. Assumendo che i redditi crescano durante gli anni di attività lavorativa, gli individui dovrebbero indebitarsi quando sono giovani, risparmiare nella fase di mezza età e quindi consumare quanto accumulato nell'ultimo periodo. Si viene così a delineare un andamento a profilo concavo dell'indebitamento.

Le lacune dello schema sono numerose: oltre ai presupposti di partenza, risulta restrittiva la definizione di consumo e risparmio come funzioni dell'età. Prima di indagare quali altre variabili possano incidere sulle scelte degli individui, è utile verificare se la relazione concava, fra età e consumo, è confermata. Incrociando le fonti informative, sembrerebbe che teoria e pratica concordino: la percentuale di soggetti indebitati, ma anche l'esposizione media del debito, seguono un andamento simile a quello previsto, con il massimo attorno ai 35 anni (tabella 3.6).

**Tabella 3.6 – Indebitamento per classi di età**

Età del capofamiglia	% soggetti indebitati
<30	28,0
(31;40)	31,3
(41;50)	29,6
(51;65)	17,6
>65	5,3

*Fonte: Magri (2002)*

Tale andamento è verificato su qualsiasi forma di finanziamento e in modo più accentuato per i mutui. Trattasi di un risultato intuitivo: i giovani sono predisposti ad indebitarsi, soprattutto per le elevate utilità marginali del consumo, per la facilità di accesso al credito (grazie alle aspettative di redditi crescenti), per il fabbisogno finanziario legato all'acquisto della prima casa.

Se è confermata l'intuizione teorica, non va sottovalutato un altro riscontro, ovvero la diffusione del sovraindebitamento fra categorie eterogenee. Sembrerebbe cioè che non esistano fasi di vita "sicure": il rischio non è più definito dall'età, bensì dalla probabilità che si verifichino eventi che rendono un soggetto insolvente.

I casi più frequenti nei quali il livello di indebitamento sfugge al controllo riguardano:

- nuclei famigliari con figli a carico, o figli che ritornano al nucleo d'origine a seguito di fallimenti di convivenze o matrimoni;
- nuclei famigliari che eccedono nei consumi;
- giovani incapaci di un uso responsabile del denaro, mossi da eccessivo consumismo;
- lavoratori in età avanzata, che rischiano di perdere il posto di lavoro (anche per le recenti ristrutturazioni aziendali) e che non hanno opportunità di reinserimento;
- soggetti separati/divorziati, che devono sostenere spese soprattutto legate alla nuova abitazione;

- persone anziane, che dispongono di insufficienti risorse risparmiate, che devono adeguarsi a prestazioni previdenziali inadeguate rispetto alle aspettative di vita post-lavorativa.

Restano ancora da indagare quali altri fattori, oltre l'età, influiscono sull'esposizione debitoria (Magri 2002). A tal proposito, incidono:

*Reddito.* La tendenza all'indebitamento cresce con l'aumentare del reddito. La concentrazione dei soggetti indebitati è massima nella coda destra della distribuzione dei redditi, ovvero fra le classi a reddito medio-alto.

*Composizione della ricchezza.* La ricchezza di un individuo è suddivisibile in reale e finanziaria. Da un'analisi di lungo periodo sull'economia italiana (1980-2006), emerge che (Draghi 2007):

- ✓ un incremento di 100 euro del reddito disponibile determina un aumento dei consumi di 60;
- ✓ un innalzamento di 100 euro del valore della ricchezza si traduce in un aumento dei consumi di 6, nel caso della ricchezza finanziaria, e di soli 1,5 nel caso di quella immobiliare. Quest'ultimo incremento è inferiore a quello palesato da ricerche analoghe per le economie anglosassoni (compreso fra 5 e 10): tutto ciò riflette sia la diversa disponibilità di strumenti finanziari che consentono di ridurre i costi di transazione, sia il differente sfruttamento delle variazioni del valore degli immobili.

*Attività lavorativa.* I lavoratori autonomi mostrano un fabbisogno di risorse superiore a causa della maggior volatilità dei loro redditi. Questa condizione d'incertezza, se da un lato giustifica l'elevata domanda, dall'altro spiega anche perché più frequenti siano i casi di non accettazione della pratica da parte degli intermediari.

*Livello d'istruzione.* La probabilità dell'indebitamento cresce con il livello d'istruzione, raggiungendo il picco massimo in corrispondenza del diploma di scuola superiore. L'elevata istruzione fornisce competenze nella fase di valutazione e comparazione delle proposte, fino all'identificazione di quella a costi minimi. La domanda consistente di questi soggetti è anche spiegata dai loro redditi crescenti.

*Condizione familiare.* Le coppie appaiono maggiormente indebitate rispetto ai single. L'esposizione debitoria cresce anche con il numero dei figli a carico, soprattutto quando questi non sono percettori di reddito.

*Beni di proprietà.* L'indebitamento è maggiore fra gli individui proprietari della propria casa di abitazione (possibilità di accedere al credito fornendo garanzie alla controparte).

*Area di residenza.* I soggetti residenti in centri di piccole dimensioni (numero di abitanti inferiore a 20.000 unità) denotano minori livelli di debito. La validità di



questa affermazione va comunque confrontata con la segmentazione territoriale italiana, che sottolinea la concentrazione massima di indebitati nelle regioni centrali.

Se numerose sono le variabili che incidono sull'esposizione debitoria, altrettanto vale per gli eventi che possono ripercuotersi negativamente sull'equilibrio finanziario. Individuare tutti questi elementi, non è semplice: talvolta esistono riscontri effettivi, in altri casi bisogna avanzare delle ipotesi, che richiederanno approfondimenti nelle ricerche future. Per facilitare la comprensione, può essere utile raggruppare i fattori-causa in gruppi, a cominciare da quelli più "distanti" dalla dimensione del debitore, fino a quelli riconducibili alle dinamiche individuali e famigliari.

*Innalzamento dei tassi d'interesse.* Per molti anni, i sistemi finanziari internazionali si sono confrontati con politiche monetarie espansive. Tuttavia, già a partire dal 2005, si è imposto un nuovo orientamento, con rialzi continui nei tassi ufficiali, e la sola eccezione dell'estate 2007 per la crisi innescata dai mutui sub-prime americani.

*Andamento dell'inflazione.* Un'inflazione bassa stimola la domanda di indebitamento perché i soggetti cercano di sfruttare il trend decrescente dei tassi nominali. Dopo anni di ridotta inflazione, a seguito della fase di crescita economica, molti Paesi registrano tensioni nei sistemi dei prezzi.

*Riduzione del potere d'acquisto di salari e pensioni.* L'incremento dei prezzi e la crescita reale insufficiente di salari e pensioni decurtano il potere d'acquisto di molte famiglie.

*Regime fiscale.* Nel sistema fiscale italiano è possibile dedurre i versamenti in conto interessi corrisposti a fronte dell'acquisto di un'unità immobiliare. Tuttavia la componente deducibile si è progressivamente ridotta, erodendo i vantaggi per i soggetti indebitati.

*Crack finanziari e perdite nei portafogli investiti.* I crack industriali e finanziari hanno avuto ripercussioni su molte famiglie. Il venir meno di una fonte di ricchezza ha creato squilibri fra entrate ed uscite.

*Riduzione delle garanzie sociali.* Due sono gli elementi rilevanti:

- ✓ cambiamenti del sistema previdenziale: se da un lato il passaggio dal modello retributivo a quello contributivo può aver indotto cautela nei consumi, non tutte le famiglie hanno avuto il tempo sufficiente per accumulare risorse.
- ✓ processo di decentramento della sanità pubblica: in Italia il sostenimento della spesa medica non è fra le cause più frequenti d'indebitamento, ma è crescente la percentuale di individui che domandano risorse per la copertura di queste voci di spesa.

*Perdita del posto di lavoro o difficoltà di accesso al mercato del lavoro.* La mancanza di una fonte certa di reddito spinge soggetti di diversa età ad

indebitarsi. Da un lato i giovani faticano a trovare un'occupazione stabile, dall'altro lato, anche soggetti in età avanzata rischiano di restare vittime dei processi di ristrutturazione aziendale, o degli andamenti ciclici dell'economia.

*Infortuni, gravi malattie, decessi.* L'impatto di questi eventi è tanto maggiore se l'individuo colpito è uno dei percettori di reddito del nucleo familiare.

*Separazione/divorzio.* La necessità di rivedere la composizione del nucleo familiare può comportare la diminuzione, persino la perdita totale del reddito prima disponibile (ipotesi del coniuge separato e privo di occupazione). Non vanno poi dimenticati altri costi, come quelli legali e quelli per il mantenimento dei figli o dell'ex coniuge.

*Esagerata propensione al consumo e necessità di mantenere inalterato lo status sociale.* Gli individui subiscono la sponsorizzazione di stili di vita costosi, e di illusorie possibilità di pagamenti rateizzati ad oltranza.

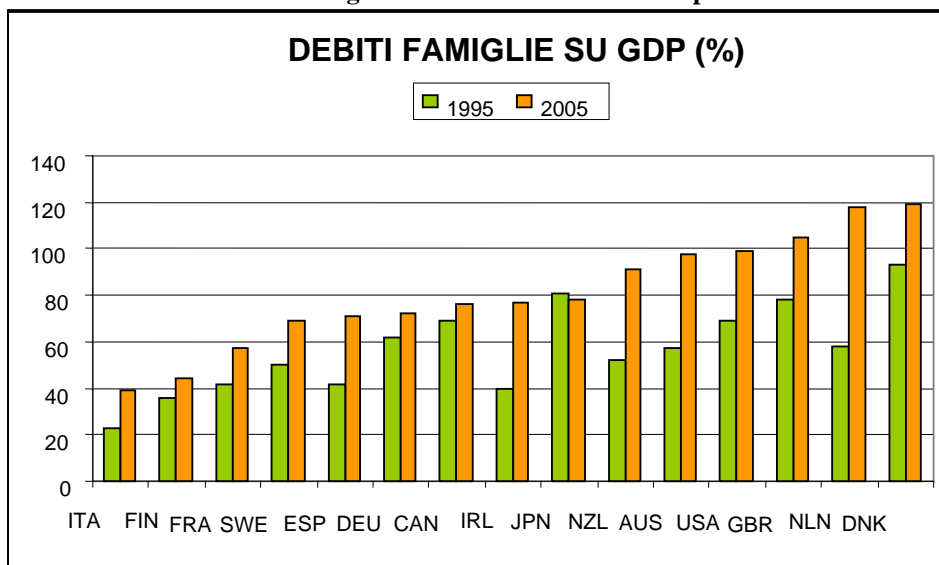
### 3.6. L'Italia a confronto con altri Paesi: fattori-causa del ritardo rispetto al contesto internazionale

In Italia il sovraindebitamento sta diventando oggetto di discussioni e motivo di preoccupazione, ma dal confronto fra dati nazionali e internazionali (di livello europeo ma non solo) emerge un forte gap: il nostro Paese è infatti uno degli stati con il minor livello di indebitamento delle famiglie su scala mondiale.

In prima battuta, è utile osservare i dati raccolti da un'indagine OCSE (Girouard 2006) su 15 Paesi, che consentono di evidenziare alcuni fattori.

In tutti i Paesi del campione l'indebitamento delle famiglie è cresciuto anche se con forti disuguaglianze (figura 3.4).

Figura 3.4 – Indebitamento europeo



Fonte: OCSE (2006)

La quota di indebitamento è attribuibile in buona parte ai mutui, che contano per circa i due terzi dell'ammontare totale.

L'indebitamento è marcato soprattutto nei Paesi che hanno vissuto

- ✓ forti andamenti al rialzo dei prezzi delle abitazioni,
- ✓ liberalizzazioni e deregolamentazione finanziaria,
- ✓ innovazione finanziaria.
- ✓

Il rapporto debito/reddito disponibile è aumentato in tutti i Paesi, ma è stato controbilanciato da un incremento dell'attivo di bilancio, trainato dalla componente non finanziaria (tabella 3.7).

**Tabella 3.7 – Confronto internazionale dell'indebitamento (percentuali sul reddito annuo disponibile)**

STATO	1995	2000	2005
Stati Uniti	93	107	135
Giappone	<b>130</b>	<b>136</b>	<b>132</b>
Germania	97	111	107
Francia	66	78	89
Italia	32	46	59
Regno Unito	106	118	159
Canada	103	114	126
Australia	83	120	173
Danimarca	<b>188</b>	<b>236</b>	<b>260</b>
Finlandia	64	66	89
Irlanda		81	141
Paesi bassi	113	175	246
Nuova Zelanda	96	125	181
Spagna	<b>59</b>	<b>83</b>	<b>107</b>
Svezia	90	107	134

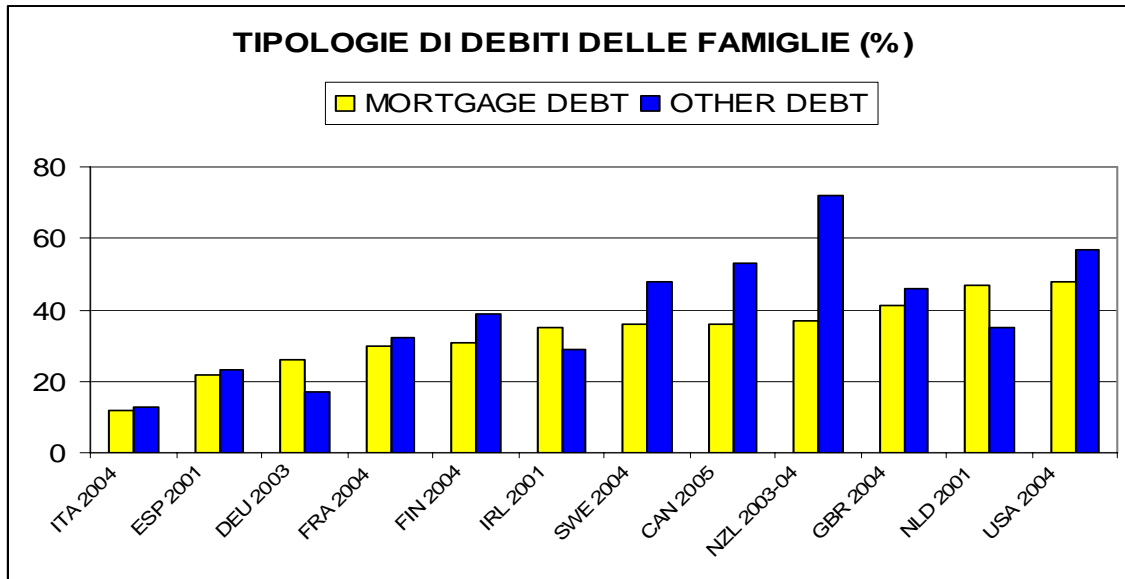
\*I valori in grassetto si riferiscono all'ammontare complessivo delle passività

Elevati livelli di monetizzazione dei beni immobili e forme di rinegoziazione dei contratti si riscontrano in tutti i Paesi.

Alcuni Paesi mostrano preferenze per i mutui a tasso variabile: l'Italia, assieme a Regno Unito, Australia, Finlandia, Irlanda e Spagna, registra le più elevate percentuali.

Forti differenze emergono nelle quantità di mutui e altre forme di debito assunte dalle famiglie (figura 3.5): ancora una volta l'Italia si colloca ai minimi.

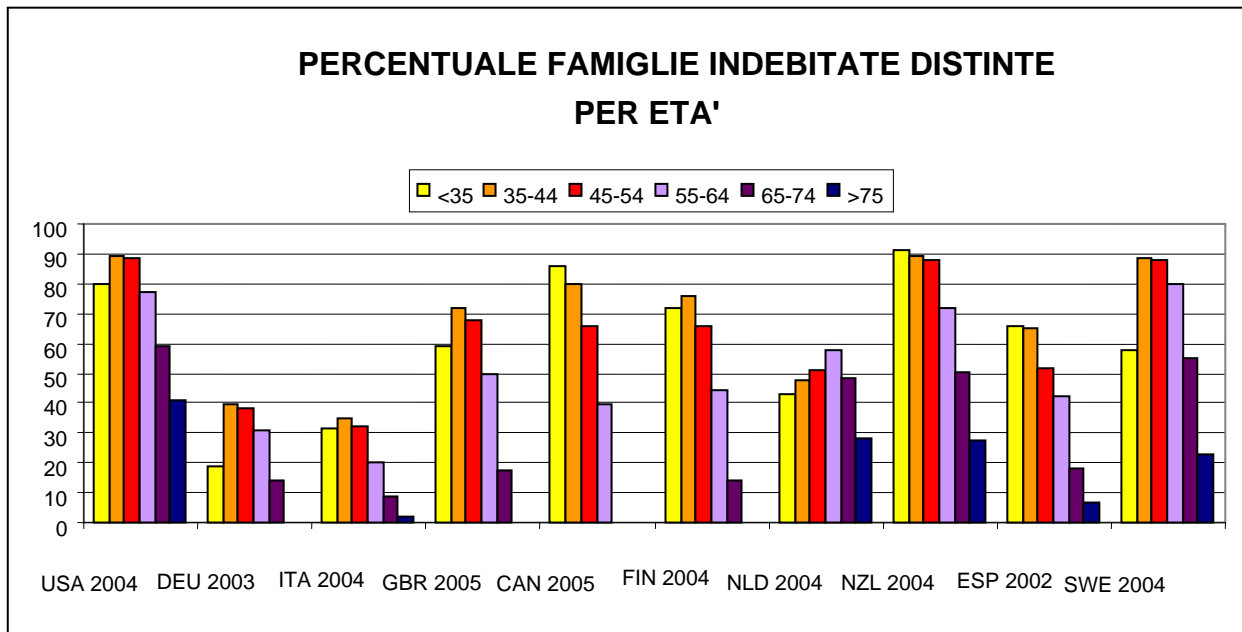
Figura 3.5 – Debiti distinti per categoria



Fonte: OCSE (2006)

La percentuale di indebitati raggiunge il massimo su due fasce d'età: soggetti con età inferiore ai 35 anni, oppure soggetti in fasce d'età intermedie (figura 3.6).

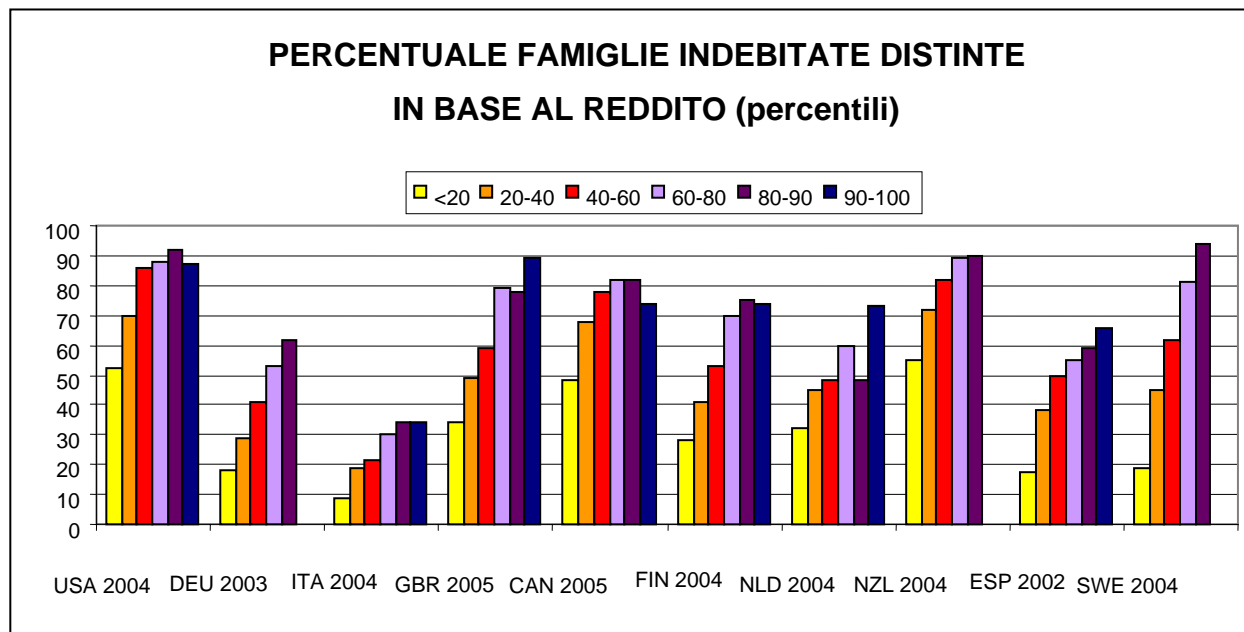
Figura 3.6 – Suddivisione dell'indebitamento per fasce d'età



Fonte: OCSE (2006)

I livelli di indebitamento contraddistinguono le fasce sociali benestanti, mentre quote marginali sono attribuite alle famiglie con minori redditi (figura 3.7).

**Figura 3.7 – Suddivisione dell'indebitamento per categorie di reddito**



Fonte: OCSE (2006)

Dall'analisi del valore mediano (meno sensibile ai valori estremi della distribuzione) emerge la concentrazione dell'indebitamento nelle fasce d'età fra 35 e 44 anni, trattandosi del gruppo con la maggior frazione di indebitati per l'acquisto della prima casa (tabella 3.8a). Allo stesso modo, i valori mediани sulla distribuzione dei redditi confermano gli indebitamenti delle classi abbienti (tabella 3.8b).

**Tabella 3.8a - Distribuzione del valore mediano dell'indebitamento delle famiglie  
(per fasce d'età)**

Stato	<35	35-44	45-54	55-64	65-74	>75
Stati Uniti (04)	114	295	281	162	85	52
Italia (04)	95	95	76	51	32	46
Paesi Bassi (04)	720	741	538	453	360	405
Nuova Zelanda(04)	126	342	281	68	7	3
Spagna (02)	300	219	137	105	57	92
Svezia(04)	269	417	374	361	211	124
	<b>&lt;35</b>	<b>35-44</b>	<b>45-54</b>	<b>55-64</b>	<b>&gt;65</b>	
Germania (03)	610	626	612	518	337	
Regno Unito (05)	81	375	226	103	34	
Finlandia (04)	100	316	182	88	55	

Fonte: OCSE (2006)

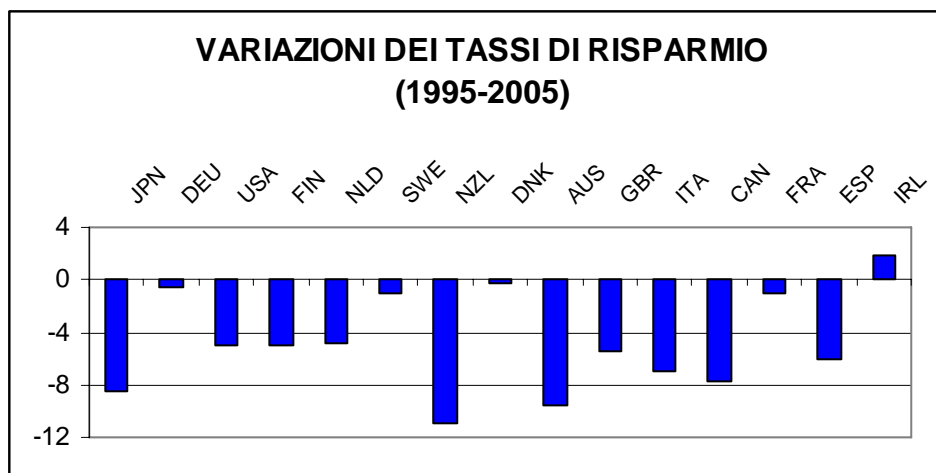
**Tabella 3.8b - Distribuzione del valore mediano dell'indebitamento delle famiglie  
(per reddito)**

Stato	<20	20-40	40-60	60-80	80-90	90-100
Stati Uniti (04)	24	54	151	316	460	707
Italia (04)	44	57	51	76	101	171
Regno Unito (05)	38	30	113	264	263	780
Canada (05)	26	92	256	348	416	537
Finlandia (04)	34	96	210	312	292	350
Paesi Bassi (04)	208	542	528	640	686	686
Spagna (02)	93	107	166	207	213	384
	<20	20-40	40-60	60-80	80-100	
Germania (03)	430	430	496	613	1017	
Nuova Zelanda (04)	27	39	153	284	549	
Svezia (04)	99	107	176	311	622	

Fonte: OCSE (2006)

Tutti i Paesi del campione, con la sola eccezione dell'Irlanda, mostrano tassi di risparmio decrescenti (figura 3.9). Tale tendenza è rafforzata dall'incremento di valore delle attività, reali e finanziarie, ma anche dalla disponibilità di credito.

**Figura 3.9 – Andamento dei tassi di risparmio**



Fonte: OCSE (2006)

Come si deduce dai dati, l'Italia ha cominciato a convergere sul trend internazionale. I fattori che contribuiscono a spiegare il divario esistente sono i seguenti.

*Copertura consistente del sistema pensionistico e scarsa del sistema di assicurazione contro la disoccupazione. A differenza di altri Paesi, l'Italia spende*

molto sul sistema pensionistico a discapito di altri gruppi sociali, in modo particolare dei giovani. Il passaggio dal sistema retributivo a quello contributivo ha rafforzato le incertezze nell'ambiente economico, che si sono tradotte in atteggiamenti prudentziali e di risparmio.

*Sistema sanitario e dell'istruzione esteso all'intera popolazione.* La copertura pubblica ha frenato l'indebitamento per spese scolastiche o sanitarie. Tale considerazione emerge dal confronto con gli Stati Uniti dove, in assenza del supporto statale, scuola e sanità richiedono alle famiglie la sottoscrizione di debiti.

*Sistema legislativo ad alta protezione degli occupati.* La tutela del posto di lavoro migliora la stabilità reddituale che a sua volta costituisce una garanzia d'accesso al mercato del credito.

*Sistema giudiziario lento ed inefficiente, con lunghi tempi per le procedure e insoddisfacenti tassi di recupero.* Una ricerca del 2006 (Crook et al 2006) sottolinea come su 109 Paesi a confronto, l'Italia sia al 106° posto per le procedure di controllo/verifica (media di 645 giorni) e al 101° posto per le procedure di sfratto (630 giorni). L'inefficienza è riscontrata anche nei casi di pignoramenti, nonostante il contenuto livello del rapporto mutui/PIL. Questa situazione, tra l'altro con forti disomogeneità fra le regioni, scoraggia l'offerta: le banche calcolano il rischio creditizio sia sulla base della probabilità di default, sia su i costi delle fasi post-insolvenza.

*Sistema regolamentare soggetto a restrizioni sino alla prima metà degli anni Novanta.* Lo scarso sviluppo osservato nel recente passato è stato prevalentemente causato da carenze sul lato dell'offerta.

*Sistema fiscale con parziale detrazione dei tassi d'interesse.*

*Insufficienti sistemi di information sharing tra intermediari.* Nonostante l'ordinamento nazionale preveda l'esistenza di agenzie private e pubbliche, destinate alla raccolta e distribuzione delle informazioni sul credito, l'apparato attuale si caratterizza per lacune e scambi informativi limitati, che non consentono di contrastare fenomeni quali la selezione avversa o l'azzardo morale.

*Mancanza di un apparato legislativo per garantire il debitore e sistema dei tassi massimi per l'usura che deprime l'offerta.* In Italia il "debitore civile" in condizione d'insolvenza non ha accesso alle procedure fallimentari, riservate all'imprenditore.

*Trend crescente del prezzo degli immobili.* In Italia, così come in altri Paesi, l'abitazione rappresenta la voce più importante fra le attività del portafoglio individuale. L'aumento dei prezzi genera un forte impulso sulla domanda di credito attraverso due canali: da una parte, i soggetti che desiderano acquistare la prima casa devono richiedere somme più elevate; dall'altra, la ricchezza superiore



favorisce la monetizzazione dei beni reali, per il soddisfacimento di forme alternative di consumo.

*Credito informale da famiglia e amici.* Più che una causa, questo fenomeno è una risposta alle lacune dei sistemi creditizi ufficiali. Ne è prova che queste vie alternative si siano ridotte in concomitanza dei processi di deregolamentazione finanziaria.

### 3.7. La famiglia e il suo ruolo redistributivo

Nel nostro Paese la famiglia ha sempre avuto un ruolo chiave nei processi di redistribuzione del reddito, con implicazioni sia a livello sociale sia economico. Tale funzione si concretizza sotto due forme:

- riallocazione delle risorse fra membri del nucleo familiare;
- sviluppo di economie di scala nel consumo, che favoriscono il benessere collettivo.

Entrambi i punti riflettono una peculiarità tutta italiana: lo dimostrano sia i dati del LIS<sup>42</sup>, secondo cui le famiglie italiane creano considerevoli economie di scala (a livello europeo solo l'Irlanda registra valori superiori); sia l'elevato livello di sperequazione reddituale (D'Alessio 2000) che richiede meccanismi di redistribuzione (compresi fra il 70 e 90% delle disuguaglianze). Di fronte però alle dinamiche demografiche in atto, è indispensabile capire:

- come il ruolo della famiglia stia cambiando,
- come il venir meno del suo supporto possa favorire il sovraindebitamento: è evidente che la mancanza di un sostegno familiare può spingere a cercare supporti in soggetti estranei.

A ciò si deve aggiungere anche l'orientamento delle politiche sociali e di welfare, poco impegnate sulle politiche per la famiglia e focalizzate sulle fasi riparatorie anziché preventive. Si possono adottare due prospettive d'indagine: da un lato, l'indebolimento del ruolo perequativo della famiglia (fattore endogeno); dall'altro, la riduzione degli interventi statali a sostegno dei nuclei familiari (fattore esogeno).

Già da tempo, la popolazione italiana sta vivendo cambiamenti strutturali, disomogenei a livello territoriale. I fattori di rilievo sono i seguenti:

---

<sup>42</sup> Il Luxemburg Income Study conduce periodicamente indagini sulle disuguaglianze economiche e sociali in chiave comparativa internazionale. Il database fornisce informazioni in materia di reddito, consumi, tendenze demografiche e mercato del lavoro.

- riduzione delle dimensioni medie dei nuclei famigliari, in particolare nelle regioni settentrionali;
- invecchiamento della popolazione associato ad una drastica contrazione della natalità (solo negli ultimi anni si evidenzia una debole controtendenza). Le regioni del Nord si contraddistinguono per l'elevato numero di nuclei monofamigliari, composti da soggetti di età superiore ai 65 anni;
- incremento di soggetti "adulti" che continuano a vivere con la famiglia di origine, posticipando matrimonio/convivenza, e il momento di costituzione di un nuovo nucleo familiare;
- crescita dell'instabilità coniugale, con innalzamento del numero di separazioni e divorzi;
- diversificazione delle tipologie di famiglie, con aumento di: nuclei monofamigliari, famiglie con un solo genitore, famiglie ricostituite nelle quali uno o entrambi i partner provengono da precedenti matrimoni.

Non meno rilevante è l'impatto delle politiche sociali e il loro affievolimento, con la perdita di un altro sostegno, questa volta esterno. Ormai da anni, si discute della sottovalutazione del peso delle famiglie nelle politiche sociali dello Stato: il nostro Paese, infatti, è caratterizzato da uno dei più bassi livelli di spesa destinata alle politiche familiari.<sup>43</sup>

### 3.8. Il sovraindebitamento e le sue conseguenze: i rischi per le famiglie e la stabilità finanziaria e monetaria

Il ricorso delle famiglie a strumenti di indebitamento desta preoccupazioni: da un lato pone il problema della sostenibilità e fragilità dei soggetti indebitati; dall'altro lato, crea delle ripercussioni sugli equilibri monetari e finanziari internazionali.

Nonostante l'Italia si distingua per uno dei più bassi livelli di indebitamento, l'evoluzione in atto richiede attenzione, soprattutto per prevenire esternalità negative.

La questione sovraindebitamento è ancora sotto molti aspetti inesplorata, tuttavia un fattore innegabile è il seguente: oggi, come mai in precedenza, le famiglie sono esposte a numerosi shock, che possono derivare da variazioni inattese dei tassi di inflazione, dei tassi di interesse, dei tassi di disoccupazione e dei prezzi delle case (più in generale il rischio di shock sui prezzi degli assets).

*Tassi d'interesse.* Fra tasso d'interesse e accessibilità al credito ricorre una relazione negativa: tassi bassi favoriscono offerta (le banche sopportano minori costi di finanziamento) e domanda (condizioni meno onerose per gli indebitati); viceversa, tassi elevati rispecchiano maggiori oneri a carico dei soggetti indebitati,

---

<sup>43</sup> Si veda "Indagine conoscitiva sulle condizioni sociali delle famiglie in Italia" della Commissione Affari Sociali, e le analisi annuali del CENSIS

soprattutto nei finanziamenti a tasso variabile, che subiscono l'innalzamento degli oneri del debito (figura 3.10).

Figura 3.10 – Onere del servizio sul debito



Fonte: Banca d'Italia (2007)

*Inflazione.* I tassi contenuti, uniti a tassi nominali ai minimi storici, spingono molti all'indebitamento: se da un lato i soggetti beneficiano del ridotto costo dell'operazione, il calo più lento del debito allunga il periodo necessario per assolvere al servizio del debito. In caso di shock inflazionistico, le famiglie mostrano un'esposizione non solo maggiore ma anche più prolungata nel tempo.

*Tassi di disoccupazione e instabilità nel mercato del lavoro.* La mancanza o precarietà del lavoro costituiscono una minaccia per i soggetti indebitati. Coloro che perdono i flussi in entrata sono incapaci di far fronte agli impegni e si espongono al sovraindebitamento sino al default.. Negli ultimi dieci anni, i tassi di occupazione sono aumentati nonostante lo sviluppo moderato del prodotto.

Questo dato è stato raggiunto sfruttando la crescita ridotta dei salari e i contratti di lavoro a tempo determinato, in cui la flessibilità si è tradotta in precarietà (Draghi 2007). A questo quadro poco incoraggiante, si affiancano negative prospettive per la creazione di nuovo impiego, strutturalmente limitata dai vincoli all'espansione dell'offerta, conseguenti alla demografia sfavorevole e alla saturazione del mercato nelle regioni del Nord.

*Prezzi degli immobili.* Il calo dei prezzi degli immobili genera disavanzi patrimoniali, la cui incidenza è tanto maggiore quanto più elevato è l'indebitamento. Ulteriore conseguenza è l'instaurarsi di un vincolo sulla monetizzazione dei beni immobili per il rimborso di altri debiti o per l'acquisto di beni.

Il sovraindebitamento coinvolge non solo i soggetti indebitati, ma anche il funzionamento dei mercati finanziari e i canali di trasmissione delle politiche monetarie. Il legame fra stabilità finanziaria ed esposizione della famiglie è diretto: ogni volta che un soggetto si trova in difficoltà, la sua condizione si ripercuote sull'equilibrio della banca erogatrice di fondi. Nel processo di *risk*

*pricing*, la banca dovrebbe imputare un tasso che riflette la rischiosità della controparte: tuttavia, un clima competitivo e la limitata razionalità di alcuni individui possono facilitare politiche di credito azzardate.

Il quadro italiano sembra caratterizzato da sostenibilità:

- nel corso dell'ultimo quadrimestre del 2006, l'indebitamento delle famiglie europee è cresciuto fino quota 58.8% del Prodotto Interno Lordo, un valore ancora modesto rispetto ad altri Paesi industrializzati;
- il valore degli assets delle famiglie eccede l'ammontare delle passività, con riflessi positivi nelle strutture di bilancio;
- la ricchezza netta delle famiglie mantiene un trend in ascesa, favorito sia dalla componente finanziaria, sia da quella reale<sup>44</sup>. La disponibilità reale è aumentata grazie all'inflazione sui beni immobili, di cui ha potuto godere l'elevato numero di famiglie proprietarie di abitazioni; quella finanziaria ha beneficiato dei guadagni in conto capitale;
- il grado di leverage, definito dal rapporto fra il totale delle attività e passività, rimane sotto il livello di guardia e senza cambiamenti rispetto agli anni passati;
- il rischio di rialzo dei tassi appare poco significativo, considerando la superiorità dello stock di attività fruttifere rispetto a quello delle passività. Un aumento quindi nei tassi potrebbe addirittura avere un impatto netto positivo;<sup>45</sup>
- i tassi di crescita e di creazione di nuova occupazione si mantengono elevati: alla fine del 2006, la disoccupazione dell'area europea era pari al 7,3%. Il contesto favorevole consente la riduzione del rischio insito nella volatilità dei redditi;<sup>46</sup>
- la distribuzione dei debiti presenta la massima concentrazione nelle classi ad alto reddito, che allo stesso tempo sono capaci di fronteggiare gli oneri da indebitamento;
- i tassi di frode finanziaria continuano a mantenersi stabili e lo stesso vale per le percentuali di prestiti con rate in ritardo;
- il calo generalizzato dei tassi di risparmio è bilanciato dall'innalzamento dei valori degli assets, reali e finanziari;
- le banche, principali erogatrici di fondi, hanno ampliato l'incidenza dei prestiti alle famiglie nei loro portafogli, dimostrando buone capacità di *pricing* creditizio e migliori performance del risk management.

---

<sup>44</sup> In Europa la ricchezza finanziaria delle famiglie continua ad essere espressa da depositi o prodotti assicurativi, mentre gli investimenti diretti in azioni o fondi comuni rimane contenuta: tutto ciò favorisce la minor esposizione alla volatilità dei mercati finanziari.

<sup>45</sup> Deve essere comunque sottolineato come gli indicatori siano costruiti su base aggregata, mentre i livelli di indebitamento così come i portafogli finanziari dimostrano forti differenze e variabilità fra le fasce di popolazione distinte in base al reddito. La vulnerabilità ai tassi dipende poi anche dal tipo di contratto stipulato.

<sup>46</sup> Per ulteriori informazioni si veda la recente ricerca condotta dalla Commissione Europea sui livelli di fiducia dei consumatori.

## Bibliografia

- ABI – Associazione bancaria italiana (2002), “Il credito al consumo in Italia: mercato, carte revolving, tecnologie e gestione di rischi”, *I lavori delle commissioni tecniche*
- ADICONSUM - Associazione Difesa Consumatori e Ambiente, Proposta di legge sul concordato con i creditori di persone fisiche insolventi, 2006
- Anderloni, L. (2004), “Financial education and poverty prevention in Italy”, Fondazione “Giordano dell’Amore”, working paper n. 1
- Ando, A., Nicoletti Altimari S. (2004), “A micro simulation model of demographic development and households’economic behaviour in Italy”, Banca d’Italia, Temi di discussione 533, dicembre
- ASSOFIN - Associazione Italiana del Credito al Consumo e Immobiliare, 2007 Bollettino n. II, luglio
- Banca d’Italia (2007), Bollettino Economico n. 50, ottobre
- Banca d’Italia (2006), Relazione Annuale 2006, maggio 2007
- Bank for International Settlements (2007), “Measuring the financial position of the household sector”, IFC Bulletin n. 25, volume 1
- Bank for International Settlement (2007), 77<sup>th</sup> Annual Report, marzo
- Barnes, S., Young, G. (2003), “The rise in U:S: household debt: assessing its causes and sustainability”, Bank of England, working paper n. 206
- Betti, G., Dourmashkin N., Rossi M., Ping Yin Y. (2007), “Consumer over-indebtedness in the EU: measurement and characteristics”, *Journal of economic studies*, 34, 2, 136-156
- Brandolini A., Cannari L., D’Alessio G., Faiella I. (2004), “Household wealth distribution in Italy in the 1990s”, Banca d’Italia, Temi di discussione 530, dicembre
- Brogi, R. (2004), “Bilancio e indebitamento delle famiglie italiane”, *Analisi giuridica dell’economia*, 2, 265-281
- Cantoni, F., Filotto, U. (2000), *Manuale del credito al consumo*, EGEA, Milano
- Carosio, G. (2007), “Prevenzione dell’usura ed evoluzione dei mercati creditizi”, Intervento presso il Senato della Repubblica, 2° Commissione permanente Giustizia, marzo
- Casolaro, L., Gambacorta L., Guiso L. (2005), “Regulation, formal and informal enforcement and the development of the household loan market. Lessons from Italy”, Banca d’Italia, Temi di discussione 560, settembre
- Castagnola, A. (2004), “L’insolvenza del debitore civile nel sistema della responsabilità patrimoniale”, *Analisi giuridica dell’economia*, 2, 243-263

- CENSIS - Centro Studi Investimenti Sociali (2006), 40° Rapporto annuale sulla situazione sociale del Paese
- Commissione XII Affari Sociali Camera dei Deputati- Legislatura XV (2006), “Indagine conoscitiva sulle condizioni sociali delle famiglie italiane”
- CRIF (2007), “Indagine conoscitiva sulla situazione e le prospettive del sistema creditizio con particolare riferimento alle aree meridionali”, Audizione in Commissione Finanze, Camera dei Deputati, ottobre
- Crook, J., Hochguertel, S. (2006), “Household debt and credit constraints: comparative micro evidence from four OECD countries”, University of Edinburgh, VU University Amsterdam, giugno
- D'Alessio, G., Signorini, L.F. (2000), “Disuguaglianza dei redditi individuali e ruolo della famiglia in Italia”, Banca d'Italia, Temi di discussione 390, dicembre 2007
- Debelle, G. (2004), “Macroeconomic implications of rising household debt”, Bank for International Settlement, working paper 153, giugno
- De Bonis, R., Fano, D., Sbano, T. (2007), “The household aggregate financial wealth. Evidence from selected OECD countries”, OECD, Working Party on Financial Statistics, ottobre
- Dynana, K., Kohn, D. (2007), “The rise in U.S. household indebtedness: causes and consequences”, Federal Reserve, Discussion Series n. 37
- European Central Bank (2006), Annual Report
- European Central Bank (2007), Financial Stability Review, giugno
- Fabrizi, P.G., Forestieri, G., Mottura, P. (2003), *Strumenti e servizi finanziari*, EGEA, Milano
- Faiella, I., Neri, A. (2004), “La ricchezza delle famiglie italiane e americane”, Banca d'Italia, Temi di discussione 501, giugno
- Girouard, N., Kennedy, M., André, C. (2006), “Has the rise in debt made households more vulnerable?”, OECD, working paper 535, dicembre
- Gobbi, G. (2004), “Credito alle famiglie e sostegno finanziario alle piccole imprese”, *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 283-298
- Magri, S. (2002), “Italian households' debt: determinants of demand and supply”, Banca d'Italia, Temi di discussione 454, ottobre
- Maimeri, F. (2004), “Il quadro comunitario e le proposte italiane sul sovraindebitamento delle persone fisiche”, *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 421-436
- Marcucci, M. (2004), “Insolvenza del debitore civile e «fresh start». Le ragioni di una regolamentazione”, *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 221-241
- Ministero dell'Economia e delle finanze, Modifiche in materia di credito al consumo, 10 luglio 2007
- Oriani, M., Borroni, M. (2006), *Le operazioni bancarie*, Il mulino, Bologna
- Pagnini, M., Barone, G., Felici, R. (2006), “Il credito al consumo in Italia: prodotti, intermediari e diffusione territoriale”, *Banca impresa società*, 25, 3, 477-498
- Paiella, M. (2004), “Does wealth affect consumption? Evidence for Italy”, Banca d'Italia, Temi di discussione 510, luglio

- Reifner, U., Kiesilainen, J., Huls, N., Springneer, H. (2003), "Consumer over-indebtedness and consumer law in the European Union", University of Rotterdam, University of Helsinki, settembre
- Rinaldi, L., Sanchis-Arellano, A. (2006), "Household debt sustainability. What explains household non-performing loans? An empirical analysis", European Central Bank, working paper 570, gennaio
- Stanghellini, L. (2004), "Fresh start: implicazioni di policy", *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 437-453
- Yilmazer, T., De Vaney, S. A. (2005), "Household debt over the life cycle", *Financial services review*, 14, 285-304
- Zollino, F. (2001), "Personal saving and social security in Italy: fresh evidence from a time series analysis", Banca d'Italia, Temi di discussione 417, agosto