

DOES ONE SIZE FIT ALL? SISTEMI FINANZIARI EUROPEI E CRISI FINANZIARIA: I MERCATI DEI MUTUI IPOTECARI E DEL CREDITO AL CONSUMO

Annalisa Ferrari, Umberto Filotto e Federica Ielasi

1. INTRODUZIONE

Tra i temi che la crisi ha portato all'attenzione degli studiosi ma anche e soprattutto dei *policy makers* vi è senz'altro quello dell'indebitamento familiare. Il fatto che la destabilizzazione dei mercati finanziari sia stata innescata da attività riconducibili a finanziamenti concessi alle persone fisiche ha imposto di interrogarsi sui livelli e sulle modalità di ricorso al credito e sull'opportunità di disciplinare in modo differente questo comparto sia nei singoli Paesi sia sul piano internazionale. La possibilità di adottare misure di carattere generale deve tuttavia tener conto delle condizioni di partenza dei diversi mercati; in effetti l'indebitamento finanziario complessivo delle famiglie a livello internazionale, se rapportato al reddito disponibile delle stesse, risulta estremamente eterogeneo. Se tale indebitamento viene distinto nelle sue due componenti principali, i prestiti per l'acquisto di abitazioni e i debiti contratti dalle famiglie per sostenere le spese di consumo, è possibile evidenziare come le divergenze tra Paesi siano riconducibili soprattutto, ma non solo, al credito immobiliare. A titolo di esempio, in base ai dati dell'indagine EU-SILC (Eurostat) relativi al 2007, la percentuale di famiglie italiane che hanno un mutuo non supera il 13%, risultando decisamente modesta rispetto agli altri Paesi europei, che presentano valori prossimi al 30% in Francia, Germania e Spagna e pari o superiori al 40% nel Regno Unito e nei Paesi Bassi.

Diversa è la diffusione delle singole forme di debito e diverso è l'importo medio dei prestiti contratti dalle famiglie indebitate; diverso è, infine, l'andamento nei singoli Paesi dei finanziamenti erogati nei periodi più recenti rispetto agli anni immediatamente precedenti la crisi finanziaria internazionale.

Sicuramente tali divergenze sono, in primo luogo, spiegate dai differenti livelli di maturità dei mercati: in contesti ancora in fase di evoluzione e dove sono in corso

^(*) Il lavoro è frutto di un'intensa collaborazione fra gli autori. In particolare, Federica Ielasi ha elaborato i paragrafi 1., 4.1 e 4.2, Annalisa Ferrari i paragrafi 2., 3. e 4.3, Umberto Filotto il paragrafo 5.

processi di trasformazione sociale (quali i Paesi dell'Est Europa) il credito diventa lo strumento attraverso il quale vengono riassorbiti gli effetti del calo dei redditi, dell'aumento della disoccupazione così da non influenzare in senso negativo la spesa e gli investimenti anche in contesti congiunturali non favorevoli. Viceversa in Paesi a maggior grado di maturazione, Regno Unito in primis, il comportamento sembra interpretabile secondo uno schema più classico: le famiglie ricorrono al credito per anticipare consumi futuri in un quadro di sviluppo, e tendono invece ad assumere comportamenti di maggior prudenza in fasi di ciclo negativo.

L'analisi delle consistenze di credito al consumo e di credito immobiliare e la verifica del relativo trend temporale dal 1998 a oggi¹ sembra evidenziare come nei mercati più maturi i prestiti alle famiglie abbiano raggiunto un grado di sviluppo forse eccessivo sul piano quantitativo (questo vale per il Regno Unito) ma equilibrato sotto il profilo delle motivazioni: ci si indebita quando le cose vanno bene, non per la sopravvivenza o quando si aggrava il rischio di trovarsi senza risorse per rimborsare il credito. Naturalmente questa può essere saggezza della domanda ma anche essere l'effetto della maggior attenzione nell'erogazione da parte dell'offerta. Il contrario vale nei Paesi a minor tradizione, dove si registrano valori inferiori ma un uso, verrebbe da dire, a volte improprio del credito, finalizzato a sostituire fonti permanenti di reddito.

Le peculiarità dei diversi mercati dei prestiti alle famiglie a livello internazionale derivano certamente anche da fattori socio-culturali e politici. L'intensità e la composizione dei consumi e degli investimenti, nonché la propensione all'indebitamento sono legati a determinanti di natura psicologica e culturale, quali la frugalità, l'altruismo, la tendenza ad accumulare in favore dei figli, la propensione a scambiare consumi presenti con consumi futuri (e viceversa), l'esigenza di pianificare un livello di consumo stabile (permanente) lungo il ciclo vitale atteso della famiglia. Giocano un ruolo importante anche scelte di carattere politico, che si trasmettono nelle scelte di acquisto delle famiglie: la stabilità dei Governi, la tutela e la forza degli strumenti di protezione della proprietà privata e degli altri diritti reali fanno da sfondo, mentre non si può trascurare l'effetto di certe forme di sussidio pubblico, in grado di rendere più certo e pianificabile il futuro delle famiglie. In argomento, sono interessanti il caso tedesco dove, a seguito dell'unificazione, il Governo eroga consistenti sussidi per la locazione di determinate tipologie di abitazioni da parte delle famiglie e quello francese, dove il Governo sostiene le necessità finanziarie delle famiglie attraverso un'articolata politica di sussidi, indirizzata ad esempio alle spese di locazione dell'abitazione principale, alle spese per trasporti e per l'istruzione. Tali politiche sembrano aver concorso a determinare in Germania un significativo rallentamento della domanda di abitazioni e in Francia un livello di indebitamento al di sotto della media europea. Con riferimento all'Italia e al noto comportamento disallineato rispetto ai trend europei, alcune specifiche caratteristiche socio-demografiche, quali, fra le altre, la presenza di strut-

¹ Si veda l'appendice statistica al presente saggio.

ture sociali stabili con forti legami di carattere parentale e familiare, la stanzialità delle persone e il ritardo (rispetto al resto d'Europa) nell'abbandono della famiglia da parte dei figli sembrano aver contribuito a limitare la domanda di credito immobiliare e al consumo.

Nonostante tali divergenze di fondo tra i singoli Paesi, la letteratura, analizzata nel paragrafo seguente, è unanime nell'affermare che la domanda di credito da parte del settore famiglie trovi in generale "supporto" in alcune variabili di natura macro-economica, quali la popolazione, il tasso di occupazione, l'inflazione e il prodotto interno lordo, nonché in alcuni fattori direttamente legati alle capacità reddituali (reddito lordo disponibile) e alla propensione al consumo degli individui (spese delle famiglie).

Partendo dall'assunto che non sia possibile realizzare confronti in termini assoluti tra i diversi mercati nazionali del credito immobiliare e al consumo, date le peculiarità in precedenza ricordate, il presente saggio si propone di verificare, nei vari contesti geografici, l'importanza delle variabili macro-economiche nello spiegare le scelte di indebitamento delle famiglie.

In particolare, l'analisi si propone di rispondere ai seguenti quesiti di ricerca:

- Le principali variabili macro-economiche presentano legami con l'andamento dei mercati dei prestiti alle famiglie caratterizzati dal medesimo segno e da analoga intensità nei diversi Paesi europei?
- I mercati del credito immobiliare e al consumo nei singoli Paesi europei risultano guidati dalle medesime variabili macro-economiche?
- La crisi economica e finanziaria globale ha determinato cambiamenti nelle relazioni tra l'andamento delle variabili macro-economiche e il trend dei mercati esaminati?

Il saggio è così strutturato: dopo aver riportato nel paragrafo 2 i contenuti e le conclusioni dei principali studi sull'argomento, il paragrafo 3 descrive il campione e le metodologie impiegate nell'analisi, mentre il paragrafo 4 evidenzia i risultati della verifica condotta, fornendo distintamente risposta ai tre quesiti in precedenza delineati. Il paragrafo 5 contiene le conclusioni del lavoro.

2. REVIEW DELLA LETTERATURA

Ci si interroga da tempo su quali siano le determinanti sottostanti all'indebitamento delle famiglie, sia sul fronte della domanda sia su quello dell'offerta.

I contributi teorici ed empirici disponibili evidenziano come la complessità del fenomeno porti verso l'identificazione di un insieme vasto, e probabilmente ancora non esaustivo, di determinanti. Tuttavia, la dottrina sembra concorde nell'identificare alcune variabili decisive e sostanzialmente comuni a tutte le economie sviluppate, distinguendo i fattori che presentano un maggior impatto sul mercato del credito al consumo da quelle che più distintamente riguardano i prestiti immobiliari.

Con specifico riferimento al primo, la visione più condivisa sostiene come la

domanda da parte delle famiglie sia la risultante dell'operare congiunto di tre macrofattori: il livello di reddito delle famiglie, la loro propensione al consumo e la loro intrinseca propensione all'indebitamento (Di Antonio, 1994; Filotto, 1999). Tutti i fattori indicati risultano collegati al ciclo economico, anche se il secondo e il terzo hanno una evidente dimensione culturale e sociologica.

In particolare, andando ad analizzare ognuna delle tre macrovariabili individuate, la relazione diretta esistente tra il reddito delle famiglie e la domanda di credito dalle stesse espressa trova il suo fondamento nelle teorie del ciclo vitale (Modigliani, Brumberg, 1954) e del reddito permanente (Friedman, 1957).

La propensione al consumo è funzione di un insieme di fattori che la letteratura raggruppa in quattro sottoinsiemi principali: fattori economici, demografici, socio-culturali e psicologici. Concentrandosi sui primi, è possibile evidenziare come sulla domanda di credito da parte delle famiglie sembrano influire positivamente la presenza di redditi attuali bassi o molto bassi, l'aspettativa di flussi futuri stabili ed elevati (in relazione sia al reddito da lavoro sia ai redditi derivanti dalle altre attività, finanziarie e non, presenti nel portafoglio della famiglia), l'ampiezza del patrimonio della famiglia, la presenza di sistemi previdenziali e assistenziali efficienti.

Con riferimento all'Europa, numerosi contributi empirici confermano tali elementi. In particolare, Brown, Taylor (2008) rilevano che nel Regno Unito e in Germania le famiglie con maggiori *assets* finanziari mostrano contemporaneamente maggiori quantità di debito. Lo stesso studio evidenzia che i nuclei con un capo-famiglia che percepisce un reddito da lavoro autonomo mostrano una minore propensione a contrarre debiti rispetto ai nuclei con un capo-famiglia che percepisce un reddito da lavoro dipendente. In tal senso sembra influire il fatto che per il lavoratore dipendente si riduce la necessità di accumulare risparmio a fini previdenziali, assistenziali e precauzionali con un conseguente innalzamento della propensione al consumo. A parità di reddito, quindi, i nuclei con capo-famiglia che percepisce un reddito da lavoro dipendente mostrano maggiori consumi e, pertanto, risulta anche maggiore la quota finanziata degli stessi. Ugualmente, per quanto concerne la Spagna, Manrique, Sáez (1998), Del Río (2002) e Nieto (2003) dimostrano che, in un'ottica di lungo periodo, esiste una relazione positiva tra la domanda di credito da parte delle famiglie e l'attività lavorativa (nella misura in cui essa determina aspettative di crescita del reddito da lavoro). Chrystal, Mizen (2001) per il Regno Unito e Martínez-Carrascal, Del Río (2004) per la Spagna identificano, poi, una relazione positiva fra propensione al consumo e ricchezza del settore famiglie: le famiglie più ricche mostrano consumi più consistenti e pertanto, a parità di reddito, sono caratterizzate da un maggiore indebitamento.

La propensione all'indebitamento è anch'essa influenzata da molteplici fattori, tra cui la composizione della spesa per consumi, la situazione finanziaria del nucleo familiare, vari aspetti di natura sociale, politica e demografica, la congiuntura economica, ma anche le caratteristiche dell'offerta di credito alle famiglie.

Tra queste, uno degli elementi che influiscono sulla domanda di credito da parte del settore famiglie è rappresentato dal costo dei prestiti stesso. Tudela, Young

(2005) con riferimento alle famiglie inglesi, Magri (2002) con riferimento alle famiglie italiane, Manrique, Sáez (1998), Del Río (2002) e Nieto (2003) per le famiglie spagnole, identificano una relazione significativa negativa fra l'andamento dei tassi di interesse e lo sviluppo della domanda di credito.

In generale, non vi è dubbio che le politiche di offerta degli intermediari finanziari rivestano un ruolo decisivo nel determinare lo sviluppo dei mercati in esame. In particolare, negli anni più recenti, tali politiche sono state influenzate da variabili quali le valutazioni del rischio di credito dei prenditori di fondi e le prospettive dei mercati immobiliari (entrambe correlate all'andamento del ciclo economico), i costi connessi con la posizione patrimoniale delle banche e delle società finanziarie, nonché la posizione di liquidità delle stesse e le relative difficoltà di accesso al finanziamento sui mercati (Banca d'Italia, 2010).

Per quanto riguarda in modo più specifico la letteratura in argomento di credito immobiliare alle famiglie, si evidenzia l'esistenza di una relazione tra l'andamento della domanda e l'evoluzione dei prezzi delle abitazioni. Tale legame si esprime sia in modo diretto, in quanto con l'aumentare dei prezzi cresce anche la domanda di finanziamento immobiliare, sia in via indiretta, perché il valore immobiliare rappresenta una componente fondamentale della ricchezza patrimoniale del settore.

Il sostegno alla domanda di credito del settore famiglie determinato dall'andamento dei prezzi delle residenze è individuato da Hofmann (2001), con riferimento alle principali economie industrializzate, e da Gimeno, Martinez-Carrascal (2006) con specifico riferimento alla Spagna. Disney, Bridges, Gathergood (2006 e 2008) evidenziano come, per il mercato inglese, la crescita dei valori degli immobili residenziali, e il conseguente aumento nel valore delle garanzie ipotecarie concesse a fronte delle consistenze di credito immobiliare alle famiglie, sembri sostenere la domanda da parte delle famiglie stesse di crediti non garantiti.

In linea generale, è possibile evidenziare come i principali contributi finalizzati a studiare le determinanti sottostanti all'indebitamento delle famiglie risultino focalizzati su specifici contesti geografici, testimoniando l'importanza dell'analisi dei singoli casi-Paese.

Le uniche indagini condotte a livello europeo hanno ad oggetto le relazioni tra l'andamento dei mercati dei prestiti alle famiglie e alcune variabili di sistema o macro-economiche. A titolo di esempio, De Bandt, Bruneau, El Amir (2006) con riferimento a diversi Paesi dell'area dell'euro (fra cui Germania, Francia, Spagna e Italia) confermano una relazione di lungo termine forte e negativa fra l'andamento dei tassi di interesse e la domanda di credito; Calza, Gartner, Sousa (2001) individuano invece, sempre con riferimento ai Paesi dell'area dell'euro, una relazione positiva ed estremamente significativa fra il prodotto interno lordo e la domanda di credito.

Questo lavoro si inserisce nel filone di ricerca che guarda con attenzione alle peculiarità dei singoli mercati, mirando a verificare, a livello europeo, analogie e divergenze in merito alle relazioni esistenti tra le principali variabili macro-economiche e l'andamento dei prestiti alle famiglie, prima e durante la crisi internazionale che ha colpito i mercati.

3. CAMPIONE E METODOLOGIA

Lo studio è stato condotto con riferimento al contesto europeo, osservando il periodo 1998-2008 (estremi inclusi). Oggetto di indagine è stato l'andamento del credito alle famiglie, distinto nelle sue due fondamentali componenti: il credito al consumo e i mutui residenziali.

Per quanto concerne il primo, l'analisi fa riferimento alle consistenze di credito al consumo contenute nello *Statistical Package 2009 – Lending to Household in Europe* dello European Credit Research Institute (ECRI)². I dati sulle consistenze analizzate sono rappresentativi dello stock di credito al consumo, rilevato alla fine di ogni anno considerato, concesso alle famiglie³ da parte delle istituzioni monetarie e finanziarie dei diversi Paesi analizzati⁴. L'esigenza di disporre di dati omogenei per il confronto internazionale non ha reso possibile l'utilizzo dei dati sulle erogazioni in quanto questi non sono disponibili per tutti i diversi mercati nazionali. I Paesi osservati sono Regno Unito, Germania, Francia, Spagna, Italia e Polonia. Ai cinque principali mercati europei è stata quindi affiancata l'analisi del mercato polacco, uno dei più attivi negli ultimi anni, che può essere preso come esempio delle dinamiche in corso in contesti ancora in fase di sviluppo.

Con riferimento ai mutui residenziali l'indagine fa riferimento ai dati sulle consistenze di mutui residenziali contenuti nella *Quarterly Review* di European Mortgage Federation (EMF)⁵, relativi ai Paesi in precedenza citati. I dati sulle consistenze analizzati sono rappresentativi dello stock di mutui residenziali rilevati alla fine di ogni anno considerato.

Obiettivo dello studio è stato quello di verificare se l'andamento del mercato del

² La fonte dei dati sulle consistenze è ECRI in quanto il perimetro di finanziatori considerato da tale istituto risulta più ampio rispetto alle rilevazioni statistiche della Banca Centrale Europea. In particolare, per il mercato italiano i dati ECRI comprendono i prestiti concessi oltre che dalle banche anche dalle società finanziarie; con riferimento al mercato tedesco, le *building and loan associations* sono considerate dal 1999 come banche e risultano quindi incluse tra le istituzioni monetarie e finanziarie (MFI). Per il dettaglio della composizione delle istituzioni monetarie e finanziarie di ciascun Paese esaminato, secondo la definizione adottata da ECRI, si rinvia all'appendice statistica.

³ Solo per Francia, Italia e Austria (anni 1998-2001), le consistenze comprendono anche i prestiti alle istituzioni non-profit al servizio delle famiglie.

⁴ Nelle analisi seguenti, con riferimento ai dati ECRI, i prestiti alle istituzioni non-profit al servizio delle famiglie non sono inclusi per la Germania, la Spagna e il Regno Unito; per l'Austria i prestiti alle istituzioni non-profit al servizio delle famiglie per il periodo 1998-2001 sono stati inseriti tramite stime. Per la Germania i prestiti *back-to-back (Treuhandkredite)* dal 1999 non sono più inclusi nelle statistiche; per l'Italia le statistiche non comprendono gli scoperti di conto corrente.

⁵ La fonte dei dati su consistenze ed erogazioni di mutui residenziali è EMF. Associazione operante dal 1967, EMF raggruppa operatori pubblici e privati del mercato dei mutui residenziali (Stati membri della Comunità Europea) comprese banche generaliste, specializzate e commerciali, casse di risparmio e banche di credito cooperativo, *building societies* e banche-assicurazioni rappresentando oltre il 70% del mercato.

credito alle famiglie, distinto nei comparti del credito al consumo e dei mutui residenziali, sia spiegabile attraverso un modello che utilizzi come regressori alcune fra le principali variabili congiunturali.

In accordo con la letteratura in argomento sono state selezionate le seguenti variabili macro-economiche: prodotto interno lordo (PIL), popolazione, tasso di disoccupazione, tasso di inflazione, reddito lordo disponibile e spese delle famiglie. La fonte dei dati sull'andamento delle variabili macro-economiche è Eurostat.

La metodologia utilizzata consiste in un modello di regressione non lineare *stepwise*, scelto in conseguenza della verificata asimmetria nella distribuzione della variabili dipendenti analizzate. Il modello è stato testato secondo le opzioni di algoritmo *backward, forward e standard*, utilizzando una tolleranza pari a 0,0001 e $\alpha = 0,05$ (per individuare la significatività dei beta delle variabili osservate). I risultati migliori sono stati ottenuti con il modello *stepwise forward*.

L'analisi è stata condotta Paese per Paese, verificando il segno e l'intensità delle relazioni. A una prima indagine relativa a tutto il periodo analizzato (1998-2008), ne è stata affiancata una seconda, che ha escluso l'ultimo anno dalla serie storica, per isolare gli effetti della crisi finanziaria. Conferme dei significativi mutamenti avvenuti in conseguenza della crisi, nell'ambito di tutti i mercati analizzati, sono state ricercate mediante lo studio di dati sezionali relativi all'ultimo biennio considerato.

4. PRINCIPALI RISULTATI RAGGIUNTI

4.1 *Le relazioni tra variabili macro-economiche e andamento dei mercati dei prestiti alle famiglie*

I risultati delle analisi sulle serie storiche (1998-2008) riferiti a Regno Unito, Germania, Francia, Spagna, Italia e Polonia sono riepilogati nelle tabelle 1 e 2, rispettivamente per il mercato del credito al consumo e dei prestiti immobiliari.

Il modello statistico applicato alle serie storiche seleziona per ciascun Paese le variabili più significative nello spiegare l'andamento delle consistenze dei prestiti alle famiglie.

In primo luogo, l'analisi conferma un netto prevalere delle peculiarità nazionali rispetto ad un profilo comune tra i Paesi osservati.

È inoltre possibile verificare il grado di significatività di ciascun regressore utilizzato nell'analisi, al fine di rispondere al primo quesito di ricerca: "Le principali variabili macro-economiche presentano legami con l'andamento dei mercati dei prestiti alle famiglie caratterizzati dal medesimo segno e da analoga intensità nei diversi Paesi europei?".

Nelle tabelle 3 e 4 sono riportati, per ogni variabile indipendente utilizzata nell'analisi, e rispettivamente per il mercato del credito al consumo e dei prestiti immobiliari, il numero di Paesi in cui la stessa risulta "molto significativa" e "significativa", nonché il numero di Paesi in cui il regressore presenta una relazione con le consistenze di segno opposto rispetto alle indicazioni della letteratura.

BANCHE, MERCATI E IMPRESE

TABELLA 1 - REGRESSIONE STEPWISE FORWARD SU SERIE STORICHE PAESI EUROPEI:
CREDITO AL CONSUMO (SERIE STORICA 1998-2008)⁽¹⁾

	Regno Unito	Germania	Francia	Spagna	Italia	Polonia
N. of cases	11	11	11	11	11	11
R ²	0,99442314	0,84250215	0,98328571	0,98183528	0,99733672	0,97388519
Adjusted R ²	0,99203305	0,82500239	0,98142857	0,96972546	0,99556120	0,94777039
Df	3,7	1,9	1,9	4,6	4,6	5,5
F	416,062000	48,143640	529,461400	81,0776500	561,715000	37,292450
P	0,000000	0,000068	0,000000	0,0000240	0,000000	0,000582
Selected variables (BETA)						
- PIL	<i>0,451</i>	0	0,992	<i>-5,300</i>	0	<i>2,720</i>
- Popolazione	0	0,918	0	<i>1,110</i>	0,803	0
- Tasso di disoccupazione	-0,160	0	0	0	-0,590	<i>0,302</i>
- Tasso di inflazione	0	0	0	0	<i>0,040</i>	0,408
- Reddito lordo disponibile	<i>0,478</i>	0	0	<i>-1,800</i>	<i>-0,370</i>	<i>0,454</i>
- Spese delle famiglie	0	0	0	7,040	0	-1,900

⁽¹⁾ Le variabili molto significative sono indicate in grassetto, quelle significative con valore diverso da zero in carattere corsivo.

TABELLA 2 - REGRESSIONE STEPWISE FORWARD SU SERIE STORICHE PAESI EUROPEI:
CREDITO IMMOBILIARE (SERIE STORICA 1998-2008)⁽¹⁾

	Regno Unito	Germania	Francia	Spagna	Italia	Polonia
N. of cases	11	11	11	11	11	11
R ²	0,97035890	0,90052840	0,97884939	0,99689673	0,99808463	0,99553619
Adjusted R ²	0,96294862	0,83421400	0,97356173	0,99482789	0,99726376	0,99107239
Df	2,8	4,6	2,8	4,6	3,7	5,5
F	130,9478	13,57968	185,1198	481,8614	1215,883	223,0240
P	0,000001	0,003643	0,000000	0,000000	0,000000	0,000007
Selected variables (BETA)						
- PIL	0,561	-2,800	1,100	0	0	<i>0,638</i>
- Ppopolazione	0	<i>-0,460</i>	0	2,140	0,403	<i>-0,130</i>
- Tasso di disoccupazione	0	0	0	-0,180	0	-0,220
- Tasso di inflazione	0	<i>-0,760</i>	<i>-0,160</i>	<i>0,097</i>	-0,070	0
- Reddito lordo disponibile	0	0	0	-1,300	0	<i>-0,950</i>
- Spese delle famiglie	<i>0,454</i>	4,480	0	0	0,639	1,040

⁽¹⁾ Le variabili molto significative sono indicate in grassetto, quelle significative con valore diverso da zero in carattere corsivo.

L'analisi delle tabelle mostra alcuni risultati interessanti.

In primo luogo, ogni variabile macro-economica analizzata risulta significativa o molto significativa nello spiegare l'andamento dei mercati dei prestiti alle famiglie in almeno due dei Paesi analizzati. Ciò conferma la rilevanza delle variabili indipendenti suggerite dalla letteratura. Allo stesso tempo, è possibile evidenziare come nessuno dei regressori selezionati risulta significativo in più di quattro dei sei Paesi

TABELLA 3 - ANALISI DELLE RELAZIONI TRA VARIABILI MACRO-ECONOMICHE E ANDAMENTO DELLE CONSISTENZE DI CREDITO AL CONSUMO

	Molto significativa	Significativa	Di segno contrario
PIL	1	3	1
Popolazione	2	1	0
Tasso di disoccupazione	2	1	1
Tasso di inflazione	1	1	0
Reddito lordo disponibile	0	4	2
Spese delle famiglie	2	0	1

TABELLA 4 - ANALISI DELLE RELAZIONI TRA VARIABILI MACRO-ECONOMICHE E ANDAMENTO DELLE CONSISTENZE DI MUTUI RESIDENZIALI

	Molto significativa	Significativa	Di segno contrario
PIL	3	1	1
Popolazione	2	2	2
Tasso di disoccupazione	2	0	0
Tasso di inflazione	1	3	1
Reddito lordo disponibile	1	1	0
Spese delle famiglie	3	1	0

appartenenti al campione. Le variabili, quindi, presentano una relazione con le consistenze di mutui e di credito al consumo caratterizzata da un grado di intensità differente tra Paesi: in alcuni di essi, al contrario di altri, la significatività del fattore nello spiegare l'andamento dei mercati risulta assolutamente modesta. Infine, ben quattro regressori per il mercato del credito al consumo e tre per quello dei mutui residenziali presentano in almeno uno dei Paesi esaminati una relazione con i prestiti significativa, ma di segno opposto rispetto a quanto suggerito dalla letteratura. A titolo di esempio, nel periodo esaminato la relazione tra PIL e consistenze di credito al consumo è negativa in Spagna, così come è negativa in Germania con riferimento ai mutui ipotecari; nella stessa Germania, al pari della Polonia, anche la popolazione mostra un comportamento opposto rispetto a quanto atteso, non configurandosi quale variabile di supporto alle consistenze di prestiti immobiliari.

I risultati raggiunti dall'analisi sembrano quindi non confermare alcune precedenti verifiche empiriche che individuavano una costante relazione positiva e significativa tra l'andamento dei prestiti e alcune variabili macro-economiche, quale il PIL (Calza, Gartner, Sousa, 2001).

4.2 Un confronto tra mercati dei crediti immobiliari e al consumo

L'analisi effettuata nel paragrafo precedente evidenzia la forte eterogeneità tra i mercati europei dei prestiti alle famiglie, nelle rispettive relazioni con le principali

variabili macro-economiche; non si prendono ancora in considerazione i fattori sociali, culturali, psicologici e politici che potrebbero spiegare questi risultati, in qualche misura controintuitivi.

Può quindi risultare interessante effettuare un'analisi Paese per Paese, andando a verificare se le variabili macro-economiche che risultano più significative all'interno di ognuno di essi si confermano analoghe per i due comparti dei prestiti alle famiglie. L'obiettivo di questo paragrafo è quello di rispondere al secondo quesito di ricerca, ossia: "I mercati del credito immobiliare e al consumo nei singoli Paesi europei risultano guidati dalle medesime variabili macro-economiche?"

Si analizzano di seguito solamente le variabili ritenute dal modello "molto significative" nello spiegare l'andamento delle consistenze, sulla base dei risultati riportati nelle precedenti tabelle 1 e 2.

Nel Regno Unito il fattore che meglio spiega l'andamento dei crediti al consumo è il tasso di disoccupazione, mentre il mercato dei mutui è fortemente condizionato dall'andamento del PIL.

Con riferimento alla Germania, la regressione con le consistenze di credito al consumo rileva come sola variabile significativa la popolazione. L'importanza dell'unico fattore sostanzialmente indipendente dal ciclo economico dà conferma dell'anomalia del mercato del credito al consumo tedesco. Per il mercato dei mutui residenziali, invece, la regressione rileva una significatività importante del PIL e delle spese delle famiglie. Tuttavia, come già evidenziato, il PIL mostra un comportamento opposto rispetto a quello atteso. Anche il mercato ipotecario residenziale tedesco sembra, quindi, mostrare un carattere anomalo che probabilmente origina, oltre che da fattori di natura sociale, culturale e psicologica, dal lungo e complesso processo di unificazione che il Paese ha affrontato e che comporta l'assorbimento, tutt'altro che facile e lineare, di scompensi che sono ancora lontani dall'essere risolti.

Per la Francia, a differenza dei Paesi precedenti, esiste una forte analogia tra i due mercati esaminati con riferimento alle relazioni con le variabili congiunturali: in entrambi il modello identifica una sola variabile significativa, il PIL, che assume funzione di sostegno delle consistenze.

Per la Spagna il modello evidenzia una significatività importante delle spese delle famiglie nello spiegare l'andamento delle consistenze di credito al consumo. Completamente diverse sono invece le variabili che presentano una significatività importante per il mercato dei mutui residenziali: popolazione, tasso di disoccupazione e reddito lordo disponibile.

Con riferimento all'Italia, l'analisi evidenzia con significatività forte la rilevanza delle variabili popolazione e tasso di disoccupazione nello spiegare il trend delle consistenze di credito al consumo: esse crescono al crescere della prima e al diminuire del secondo. A parte la popolazione, che guida anche lo sviluppo del mercato ipotecario, le consistenze di mutui residenziali sono correlate con significatività forte a fattori differenti: esse crescono al crescere delle spese delle famiglie e al diminuire dell'inflazione.

Infine, con riferimento alla Polonia, si evidenzia l'elevata significatività del tasso di inflazione e delle spese delle famiglie nel condizionare l'andamento del mer-

cato del credito al consumo. Tuttavia, le spese delle famiglie mostrano una relazione con le consistenze di segno contrario rispetto alle attese. Per quanto concerne il mercato dei mutui ipotecari, si evidenzia la significatività forte del tasso di disoccupazione e delle spese delle famiglie, in questo caso correlate positivamente con le consistenze. Segno contrario rispetto a quanto indicato dalla letteratura presenta invece la relazione tra popolazione e sviluppo del mercato ipotecario; tale relazione tuttavia risulta meno significativa delle precedenti.

L'analisi svolta consente di concludere in primo luogo come all'interno dei singoli Paesi analizzati i mercati del credito al consumo e dei prestiti immobiliari risultino differentemente correlati alle variabili congiunturali. Per entrambi i mercati ogni Paese esprime dei legami forti con almeno un fattore macro-economico, che tuttavia risulta tipicamente diverso nei due ambiti.

Questo evidenzia come, al fine di sostenere una ripresa dei mercati dei prestiti alle famiglie siano necessari non solo interventi *country specific*, al posto di più generiche politiche europee, ma anche politiche nazionali mirate su specifici segmenti di domanda, su determinate categorie di prodotti, su particolari tipologie di beni o servizi.

I risultati conseguiti, inoltre, evidenziano come tra i Paesi analizzati le realtà che presentano le maggiori anomalie sono costituite dalla Germania, probabilmente per effetto delle anomalie causate dal complesso processo di riunificazione, e dalla Polonia, dato il carattere meno maturo del mercato finanziario. In quest'ultimo caso va attentamente sorvegliato il processo attraverso il quale la domanda di finanziamenti viene trainata dalla necessità di sostituire il credito al salario: gli effetti sul PIL sarebbero nel breve positivi ma le conseguenze a lungo termine sulla stabilità del sistema e sulla vulnerabilità delle famiglie risultano evidenti.

4.3 *L'impatto della crisi finanziaria sulle relazioni tra congiuntura e mercati dei prestiti*

Analizzate le relazioni tra le consistenze di mutui e credito al consumo e le principali variabili macro-economiche, risulta opportuno verificare se i caratteri distintivi individuati per i singoli Paesi e, all'interno di questi, per i singoli comparti dei prestiti alle famiglie, risultano coerenti con la situazione dei mercati nella fase precedente la crisi o se la stessa abbia invece generato modifiche nelle regole di funzionamento di base dei mercati. Si vuole quindi fornire risposta all'ultimo quesito di ricerca: "La crisi economica e finanziaria globale ha determinato cambiamenti nelle relazioni tra l'andamento delle variabili macro-economiche e il trend dei mercati esaminati?".

Senza dubbio la crisi ha giocato un ruolo decisivo nel determinare l'andamento dei mercati, generando contestualmente una contrazione della domanda e un irrigidimento dell'offerta di prestiti alle famiglie.

La congiuntura, infatti, determina conseguenze importanti su tutte le principali macrovariabili in grado di condizionare la domanda di prestiti: il livello di reddito

delle famiglie, la loro propensione al consumo e la loro propensione all'indebitamento. Il ciclo economico negativo, inoltre, crea i presupposti per il manifestarsi di fenomeni di razionamento dei finanziamenti e di incremento del costo del rischio. Tra i fattori sottostanti la maggiore cautela nella concessione di prestiti alle famiglie, gli stessi intermediari segnalano il deterioramento delle attese sull'attività economica e del merito creditizio dei consumatori.

Al fine di verificare l'impatto della crisi sulle relazioni tra variabili dipendenti e indipendenti analizzate sono state ripetute le verifiche econometriche riportate in precedenza, escludendo dalla serie storica il 2008, anno in cui la crisi determina pesanti ripercussioni sui mercati finanziari retail.

La tabella 5 mostra, per il comparto del credito al consumo, le relazioni tra variabili nel periodo 1998-2007. Nella tabella 6 vengono messe a confronto le variabili più significative nel periodo 1998-2007 con quelle del periodo 1998-2008.

L'analisi evidenzia come l'avvio della crisi abbia generato profondi mutamenti nei comportamenti dei mercati. Le variabili congiunturali che fino al 2007 risultavano più significative nello spiegare l'andamento delle consistenze di credito al consumo sono state nella maggior parte sostituite da variabili differenti. Si conferma solamente la forte significatività in Germania e in Italia della popolazione come fattore di sostegno al mercato, probabilmente non a caso l'unica variabile non direttamente collegata alla congiuntura. Per il solo mercato italiano anche il tasso di disoccupazione si conferma variabile rilevante nello spiegare i fenomeni in esami anche considerando il 2008.

I profondi mutamenti avvenuti tra il 2007 e il 2008 sono evidenti anche mediante l'analisi dei risultati di una regressione *stepwise forward* sui dati sezionali di tutti i Paesi appartenenti al campione, come si evince dalla tabella 7.

TABELLA 5 - REGRESSIONE STEPWISE FORWARD SU SERIE STORICHE PAESI EUROPEI: CREDITO AL CONSUMO (SERIE STORICA 1998-2007)⁽¹⁾

	Regno Unito	Germania	Francia	Spagna	Italia	Polonia
N. of cases	10	10	10	10	10	10
R ²	0,99770498	0,87684364	0,99619587	0,94619786	0,99746249	0,96390331
Adjusted R ²	0,99311493	0,8416561	0,9942938	0,93947259	0,99619373	0,89170992
Df	6,3	2,7	3,6	1,8	3,6	6,3
F	217,3628	24,91916	523,744	140,693	786,1739	13,35168
P	0,000480	0,000656	0,000000	0,000002	0,000000	p=,028721
Selected variables (BETA)						
- PIL	0,363	0	0	0	0	3
- Popolazione	1,8	0,799	0	0,973	0,71	0,02
- Tasso di disoccupazione	-0,16	0,202	-0,11	0	-0,78	0,318
- Tasso di inflazione	0,265	0	0	0	0	0,411
- Reddito lordo disponibile	-0,41	0	-1	0	-0,46	1,87
- Spese delle famiglie	2,49	0	1,97	0	0	-3,7

⁽¹⁾ Le variabili molto significative sono indicate in grassetto, quelle significative con valore diverso da zero in carattere corsivo.

DOES ONE SIZE FIT ALL? SISTEMI FINANZIARI EUROPEI E CRISI FINANZIARIA

TABELLA 6 - VARIABILI MOLTO SIGNIFICATIVE NELLO SPIEGARE IL TREND DEL MERCATO DEL CREDITO AL CONSUMO

	Variabili molto significative 1998-2007	Variabili molto significative 1998-2008
Regno Unito	-	Tasso di disoccupazione
Germania	Popolazione	Popolazione
Francia	Tasso di disoccupazione, spese delle famiglie	PII
Spagna	Popolazione	Spese delle famiglie
Italia	Popolazione, tasso di disoccupazione, reddito lordo disponibile	Popolazione, tasso di disoccupazione
Polonia	-	Tasso di inflazione, spese delle famiglie

TABELLA 7 - REGRESSIONE STEPWISE FORWARD SU DATI SEZIONALI PAESI EUROPEI: CREDITO AL CONSUMO⁽¹⁾

	2008	2009
N. of cases	6	6
R ²	0,7796973	0,9999839
Adjusted R ²	0,6328289	0,9999197
Df	2,3	4,1
F	5,31	15566,07
P	0,103402	0,006011
Selected variables (BETA)		
- PII	0	0
- Popolazione	2,500	0,071
- Tasso di disoccupazione	0	0,425
- Tasso di inflazione	1,270	0
- Reddito lordo disponibile	0	-5,600
- Spese delle famiglie	0	6,450

⁽¹⁾ Le variabili molto significative sono indicate in grassetto, quelle significative con valore diverso da zero in carattere corsivo.

Analizzando il campione nel suo complesso, e non più i singoli Paesi, emerge che l'unica variabile selezionata dal modello per spiegare l'andamento delle consistenze di credito al consumo che trova conferma in tutti e due gli anni osservati è la popolazione. In entrambi gli anni la relazione è positiva e conferma i risultati attesi, nonostante la significatività non risulti molto elevata ed estremamente variabile da un anno all'altro.

Con riferimento ai mutui ipotecari, la tabella 8 mostra le relazioni tra variabili nel periodo 1998-2007. Nella tabella 9 vengono messe a confronto le variabili più significative nel periodo 1998-2007 con quelle del periodo 1998-2008.

BANCHE, MERCATI E IMPRESE

TABELLA 8 - REGRESSIONE STEPWISE FORWARD SU SERIE STORICHE PAESI EUROPEI: MUTUI (SERIE STORICA 1998-2007)⁽¹⁾

	Regno Unito	Germania	Francia	Spagna	Italia	Polonia
N. of cases	10	10	10	10	10	10
R ²	0,99910793	0,90062298	0,9998763	0,99897922	0,96435656	0,99553619
Adjusted R ²	0,99839428	0,82112136	0,99962891	0,99770325	0,99839749	0,95417273
Df	4,5	4,5	6,3	5,4	3,6	2,7
F	1399,987	11,32836	4041,615	782,9161	1870,065	94,6948
P	0,000000	0,010123	0,000006	0,000005	0,000000	0,000009
Selected variables (BETA)						
- PIL	<i>0,346</i>	-2,2	<i>0,788</i>	0	0	2,02
- Popolazione	<i>0,523</i>	-0,47	-1,3	1,89	0,471	0
- Tasso di disoccupazione	<i>0,063</i>	0	0,13	-0,27	<i>0,129</i>	0
- Tasso di inflazione	0	-0,59	-0,09	<i>0,085</i>	0	0
- Reddito lordo disponibile	0,177	0	<i>0,104</i>	-1,25	0	-1,1
- Spese delle famiglie	0	3,88	1,56	<i>1,29</i>	0,673	0

⁽¹⁾ Le variabili molto significative sono indicate in grassetto, quelle significative con valore diverso da zero in carattere corsivo.

TABELLA 9 - VARIABILI MOLTO SIGNIFICATIVE NELLO SPIEGARE IL TREND DEL MERCATO DEI MUTUI

	Variabili molto significative 1998-2007	Variabili molto significative 1998-2008
Regno Unito	Reddito lordo disponibile	PIL
Germania	Spese delle famiglie	PIL, spese delle famiglie
Francia	Popolazione, tasso di disoccupazione, tasso di inflazione, spese delle famiglie	PIL
Spagna	Popolazione, tasso di disoccupazione, reddito lordo disponibile	Popolazione, tasso di disoccupazione, reddito lordo disponibile
Italia	Popolazione, spese delle famiglie	Popolazione, tasso di inflazione, spese delle famiglie
Polonia	PIL, reddito lordo disponibile	Tasso di disoccupazione, spese delle famiglie

Il confronto delle variabili significative nello spiegare l'andamento delle consistenze di mutui comprendendo o escludendo il 2008 mostra differenze meno significative di quanto evidenziato per i crediti al consumo: viene confermata l'importanza delle spese delle famiglie in Germania, della popolazione, del tasso di disoccupazione e del reddito lordo disponibile in Spagna, della popolazione e delle spese delle famiglie in Italia.

L'analisi dei dati sezionali riferiti a Regno Unito, Germania, Francia, Spagna,

Italia e Polonia conferma come l'avvio della crisi sembra aver prodotto nel mercato dei mutui variazioni molto più modeste in termini di significatività delle variabili congiunturali in grado di spiegare l'andamento delle consistenze.

Infatti, il PIL, il tasso di disoccupazione, il reddito lordo disponibile e le spese delle famiglie si confermano variabili significative per spiegare l'andamento delle consistenze di mutui residenziali sia nel 2007 sia durante l'esplosione della crisi finanziaria (tabella 10).

TABELLA 10 - REGRESSIONE STEPWISE FORWARD SU DATI SEZIONALI
PAESI EUROPEI: MUTUI⁽¹⁾

	2008	2009
N. of cases	6	6
R ²	0,99973100	0,99843823
adjusted R ²	0,99731034	0,99219117
Df	4,1	4,1
F	464,4936	159,8253
P	0,034784	0,059248
Selected variables (BETA)		
– PIL	3,930	2,640
– Popolazione	0	0
– Tasso di disoccupazione	0,404	0,390
– Tasso di inflazione	0,090	0
– Reddito lordo disponibile	-11,000	-9,900
– Spese delle famiglie	8,300	8,420

⁽¹⁾ Le variabili molto significative sono indicate in grassetto, quelle significative con valore diverso da zero in carattere corsivo.

5. CONCLUSIONI

Di fronte a risultati così “variegati” ci si potrebbe anche perder d'animo e sbrigativamente concludere che non è possibile trovare una chiave di lettura dei fenomeni che si stanno osservando. Si tratterebbe di una risposta superficiale, incapace di cogliere elementi essenziali che possono essere individuati osservando con maggiore attenzione i risultati dell'analisi.

Un primo aspetto meritevole di attenzione è che a differenza di quanto sostenuto da altri precedenti lavori, i nostri risultati smentiscono l'esistenza di relazioni lineari e costanti tra determinate variabili macroeconomiche e l'andamento del credito al consumo e immobiliare. Nei diversi Paesi e in circostanze differenti (condizioni di stabilità o di crisi) le relazioni mostrano un'intensità differente e talora segni opposti; tuttavia esse risultano rilevanti, sia pur in modo difforme, e non possono quindi essere liquidate qualificandole come non significative. Oltre a sottoporre alla comunità scientifica questo risultato affinché esso sia opportunamente verificato, si ritiene necessario cercare una ragionevole spiegazione. Questa sembra si possa ritro-

vare non soltanto, come già è stato messo in evidenza nei differenti stati di evoluzione dei diversi Paesi e in un livello di maturità rispetto all'utilizzo del credito che è difficilmente paragonabile, ma anche nella profonda sensibilità nel ricorso al credito da parte delle famiglie a fattori di tipo culturale e psicologico che non possono che risultare profondamente differenti in Paesi che solo ora stanno adottando modelli comportamentali comuni. Pensiamo per un attimo al rapporto che nei diversi contesti presi in esame c'è con la proprietà immobiliare (ed è evidente quanto queste condizioni la relativa domanda di credito): vi sono differenze macroscopiche in termini di tasso di proprietà da parte delle famiglie, di significato, anche morale e sociale attribuito alla titolarità dell'abitazione, di abitudine storica alla proprietà, di velocità nelle transazioni e nelle procedure esecutive etc. Ci deve quindi meravigliare che la domanda di credito si comporti in modo differente nei diversi Paesi? Dovrebbe invece meravigliarci il contrario ed è del tutto chiaro che considerazioni analoghe potrebbero essere svolte con riferimento al credito al consumo.

Su questo l'effetto della crisi; dal rimescolamento di carte che questa ha determinato non poteva certo restare estranea la domanda e l'offerta di credito alle famiglie. Proprio perché così sensibile alle aspettative, così profondamente influenzato dai fattori di scenario, il ricorso al credito per l'acquisto di beni di consumo e per l'abitazione mostra, in corrispondenza con l'esplosione della fase di instabilità, un punto di discontinuità del tutto palese.

Ma, al di là dell'osservazione oggettiva dei fenomeni, quello che qui interessa mettere in luce è che questa marcata eterogeneità richiede, differentemente da quanto si è soliti sentir proporre, misure di *policy* calibrate sulle singole realtà. Se non esiste un mercato unico europeo del credito alla famiglia (e non esiste, non perché non vi è traccia delle fantomatiche operazioni *cross border* che stanno tanto a cuore al legislatore comunitario, ma perché diversi sono volumi, proporzioni e determinanti), bisogna domandarsi se abbia senso adottare misure economiche e regolamentari uguali per tutti. Un conto, certo, sono i provvedimenti volti ad assicurare livelli adeguati di trasparenza e di protezione del consumatore; in questo caso si tratta di regole che, al di là del loro impatto economico, hanno un significato che tocca gli aspetti connessi ai diritti personali e civili. Quando invece si pone mano al dosaggio di incentivi (o disincentivi) che abbiano come destinatario il settore del credito e, per suo tramite, il consumo o l'investimento immobiliare delle famiglie, occorre un approccio profondamente differenziato.

Adottare politiche univoche semplicemente non serve: per esempio, in molti Paesi (anche nel nostro) l'aumento dell'occupazione genera una maggior domanda di credito e il segno della relazione non si modifica a seguito della crisi. Viceversa, ove lo sviluppo è più recente (nella nostra analisi il riferimento è costituito dalla Polonia) il credito sembra svolgere una funzione di compensazione della riduzione del reddito derivante dall'aumento del tasso di disoccupazione. È ben chiaro come nel primo caso l'aumento dell'indebitamento al consumo non possa essere considerato sintomatico di una situazione di difficoltà e come invece nel secondo esso possa suggerire l'adozione di politiche di sostegno ai redditi e un potenziale aumento della vulnerabilità delle famiglie. Si potrebbe proseguire a lungo ma in definitiva quanto

appena osservato conferma che, anche con riferimento al comparto del credito alla famiglia come pure in altri ambiti, *one size does not fit all*; questo non significa certo rifiutare l'adozione di politiche economiche comuni ma semplicemente ricordare che esse devono, rigettando facili a priori, fondarsi su una robusta evidenza empirica, e quando necessario, adottare modelli e approcci differenziati e coerenti con il contesto ove trovano specifica applicazione.

BANCHE, MERCATI E IMPRESE

APPENDICE STATISTICA – ANDAMENTO DEI MERCATI DEL CREDITO AL CONSUMO E DEI MUTUI RESIDENZIALI

La tabella A1 seguente mostra la composizione delle istituzioni monetarie e finanziarie comprese nel campione ECRI utilizzato per la verifica dell'ammontare delle consistenze di credito al consumo nei diversi Paesi appartenenti al campione indagato.

TAVOLA A1 - COMPOSIZIONE DELLE ISTITUZIONI MONETARIE E FINANZIARIE NEL CAMPIONE ECRI

Paese	MFI Sector
Regno Unito	<ul style="list-style-type: none"> – Bank of England – Banche – Società di credito immobiliare
Germania	<ul style="list-style-type: none"> – Deutsche Bundesbank – Istituzioni creditizie (banche commerciali; <i>landesbanken</i>; casse di risparmio, banche di credito cooperativo; banche specializzate nei mutui ipotecari; <i>building and loan associations</i>, dal 1999; altre banche specializzate) – Money Market Funds
Francia	<ul style="list-style-type: none"> – Banque de France – Casse di deposito (CDC) e Casse di risparmio (CNE) – Istituzioni creditizie (banche, inclusi membri della Federazione di Banche Francesi - FBF; banche di credito cooperativo; istituzioni finanziarie specializzate; società finanziarie; <i>mutual loans funds</i>) – Post Office (solo operazioni finanziarie, dal luglio 2003) – Money Market Funds (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières, OPCVM)
Spagna	<ul style="list-style-type: none"> – Banco de España – Istituzioni creditizie (<i>private banks</i>; casse di risparmio; banche di credito cooperative; istituzioni creditizie specializzate; Instituto de Crédito Oficial - Ico) – Money Market Funds
Italia	<ul style="list-style-type: none"> – Banca d'Italia – Istituzioni creditizie (banche Spa; banche popolari; casse di risparmio; banche di credito cooperativo; società finanziarie) – Money Market Funds
Austria	<ul style="list-style-type: none"> – Oesterreichische Nationalbank – Istituzioni creditizie (casse di risparmio; <i>Raiffeisen credit cooperatives</i>; <i>joint stock and private banks</i>; banche specializzate; banche specializzate nei mutui ipotecari; <i>Volksbank credit cooperatives</i>; <i>building and loan associations</i>) – Money Market Funds
Polonia	<ul style="list-style-type: none"> – Narodowy Bank Polski – Istituzioni creditizie (istituzioni creditizie polacche e succursali di banche straniere) – Money Market Funds

Fonte: ECRI, *Statistical Package 2009*.

Nelle tabelle A2 e A3 si riportano i dati sulle consistenze di credito al consumo utilizzati per le analisi.

Come è possibile evincere, il mercato europeo del credito al consumo risulta in termini di consistenze in generale rallentamento, dopo anni di crescita sostenuta. Alla fine del 2008, rispetto al 31 dicembre 2007, le consistenze registrano variazioni comprese tra il -1,01% della Spagna al +15,15% della Polonia. La crescita più sostenuta è proprio quella della Polonia, seppur decisamente più contenuta rispetto al *trend* degli anni precedenti, seguita dall'Italia, dove la variazione delle consistenze è pari al +4,08%.

TABELLA A2 - CONSISTENZE DI CREDITO AL CONSUMO (VALORI IN MILIONI DI EURO)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Regno Unito ⁽¹⁾	150.741	195.507	216.581	247.826	260.121	256.312	282.045	307.948	316.956	302.294	245.217
Germania	216.637	215.695	222.554	222.405	224.343	230.913	236.957	233.989	228.417	223.675	224.046
Francia	93.797	103.586	112.634	117.477	120.343	127.695	133.482	141.322	148.060	155.555	155.733
Spagna	36.652	43.326	48.498	48.739	53.733	55.529	62.269	77.126	92.082	103.375	102.331
Italia	27.202	32.312	37.112	41.181	46.134	50.109	60.945	72.663	85.630	97.835	101.825
Polonia	8.735	11.680	15.544	18.689	12.036	10.490	13.118	16.518	20.225	28.487	32.803

⁽¹⁾ I dati relativi al Regno Unito incorporano una distorsione (massima negli anni 2007 e 2008) legata alle forti oscillazioni del tasso di cambio della lira sterlina nei confronti dell'euro.

Fonte: ECRI, *Statistical Package 2009*.

TABELLA A3 - VARIAZIONE DELLE CONSISTENZE DI CREDITO AL CONSUMO (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Regno Unito ⁽¹⁾	29,70%	10,78%	14,43%	4,96%	-1,46%	10,04%	9,18%	2,93%	-4,63%	-18,88%
Germania	-0,43%	3,18%	-0,07%	0,87%	2,93%	2,62%	-1,25%	-2,38%	-2,08%	0,17%
Francia	10,44%	8,73%	4,30%	2,44%	6,11%	4,53%	5,87%	4,77%	5,06%	0,11%
Spagna	18,21%	11,94%	0,50%	10,25%	3,34%	12,14%	23,86%	19,39%	12,26%	-1,01%
Italia	18,79%	14,86%	10,96%	12,03%	8,62%	21,62%	19,23%	17,85%	14,25%	4,08%
Polonia	33,72%	33,09%	20,23%	-35,60%	-12,85%	25,05%	25,92%	22,44%	40,85%	15,15%

⁽¹⁾ I dati relativi al Regno Unito incorporano una distorsione (massima negli anni 2007 e 2008) legata alle forti oscillazioni del tasso di cambio della lira sterlina nei confronti dell'euro.

Fonte: ECRI, *Statistical Package 2009*.

Per fornire un aggiornamento sull'andamento dei mercati, anche se parziale in conseguenza di un più ristretto perimetro dei soggetti finanziatori considerato rispetto a quello ECRI⁶, con riferimento sia al 2009 sia al primo trimestre 2010⁷, sono stati utilizzati i dati dello Statistical Data Warehouse della BCE. Essi consentono di verificare un primo orientamento nel *trend* degli stock di credito al consumo nel 2009 e nel corrente anno. Nella tabella A4 si riportano quindi le variazioni

⁶ Tali dati non comprendono l'erogato da parte delle società finanziarie.

⁷ Per il Regno Unito l'ultimo riferimento è relativo al febbraio 2010.

BANCHE, MERCATI E IMPRESE

TABELLA A4 - VARIAZIONE STOCK DI CREDITO AL CONSUMO (DATI BCE)

%	2009	Marzo 2010
Regno Unito ⁽¹⁾	0,67%	5,90%
Germania	3,29%	-1,33%
Francia	-0,72%	-1,52%
Spagna	-8,89%	-4,24%
Italia	4,95%	0,79%
Polonia	27,25%	-0,99%

⁽¹⁾ Il dato relativo al Regno Unito è aggiornato al febbraio 2010.

Fonte: rielaborazioni su dati European Central Bank – Statistical Data Warehouse), maggio 2010.

delle consistenze registrate nel Data Warehouse della Banca Centrale Europea dal dicembre 2008.

I dati riportati nella A4, essendo relativi a un insieme di finanziatori non esauriente di tutti gli attori del comparto (in particolare per Italia e Germania), evidenziano l'andamento di una sola porzione dell'intero mercato del credito al consumo. Tuttavia, l'analisi delle suddette informazioni consente di verificare un chiaro rallentamento, nell'ambito dei Paesi esaminati, del *trend* delle consistenze di credito al consumo anche nel 2009 e nei primi mesi del 2010.

La variazione più significativa si registra per il mercato spagnolo (-8,89% nel 2009 rispetto al 2008 e -4,24% a fine marzo 2010 rispetto allo stock di fine 2009), dove, dopo anni di sviluppo sostenuto, sembra iniziata, a partire dal 2008, una sensibile contrazione del comparto. La Francia presenta per la prima volta, nel periodo 1998-2009, una variazione negativa delle consistenze. Risultano, invece, in lieve crescita Italia e Regno Unito (si tenga conto delle distorsioni generate dalla conversione sterlina/euro), mentre la Germania cresce nel 2009 ma rallenta nel 2010, seppure le variazioni siano nel complesso decisamente contenute. La Polonia, infine, mostra un 2009 in netta ripresa e un avvio 2010 in decisa controtendenza: -1% circa rispetto allo stock di fine 2009.

Per quanto riguarda il mercato del credito immobiliare, si riportano nelle tabelle A5 e A6 i dati sulle consistenze di mutui residenziali utilizzati per le analisi.

Così come già rilevato per il mercato europeo del credito al consumo, dopo anni di incrementi consistenti, anche le consistenze di mutui residenziali risultano in generale rallentamento.

Il 2008 mostra un trend di crescita decisamente ridotto rispetto ai periodi precedenti. Alla fine del 2008, rispetto al 31 dicembre 2007, le consistenze registrano variazioni comprese tra il -16,43% del Regno Unito⁸ e il +58,52% della Polonia. La crescita maggiore, dopo quella della Polonia, è quella di Francia e Spagna, dove la variazione è stata rispettivamente pari a +7,63% e +4,29%.

⁸ Si precisa che, poiché EMF fornisce solo i dati in euro, i dati sul Regno Unito di seguito esposti e analizzati incorporano un'ineliminabile distorsione (massima negli anni 2007 e soprattutto 2008) legata alle oscillazioni del tasso di cambio sterlina/euro.

DOES ONE SIZE FIT ALL? SISTEMI FINANZIARI EUROPEI E CRISI FINANZIARIA

TABELLA A5 - CONSISTENZE DI MUTUI RESIDENZIALI (VALORI IN MILIONI DI EURO)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Regno Unito ⁽¹⁾	647.975	749.173	878.720	951.086	1.073.453	1.118.443	1.262.461	1.422.413	1.602.576	1.745.744	1.458.894
Germania	1.013.760	1.117.909	1.098.230	1.121.872	1.139.616	1.156.156	1.157.020	1.162.588	1.183.834	1.155.742	1.147.869
Francia	263.408	284.571	305.330	324.628	351.169	384.640	432.300	503.600	578.600	651.100	700.800
Spagna	128.211	154.359	206.090	220.812	261.774	312.822	384.630	475.570	571.803	646.676	674.434
Italia	84.652	101.037	117.020	123.831	142.844	173.357	206.341	243.622	276.102	304.223	311.788
Polonia	2.257	2.778	3.973	5.800	7.087	8.703	10.308	15.049	22.795	35.966	57.014

⁽¹⁾ I dati relativi al Regno Unito incorporano una distorsione (massima negli anni 2007 e 2008) legata alle forti oscillazioni del tasso di cambio della lira sterlina nei confronti dell'euro.

Fonte: EMF, Quarterly Review.

TABELLA A6 - VARIAZIONE DELLE CONSISTENZE DI MUTUI RESIDENZIALI (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Regno Unito ⁽¹⁾	15,62%	17,29%	8,24%	12,87%	4,19%	12,88%	12,67%	12,67%	8,93%	-16,43%
Germania	10,27%	-1,76%	2,15%	1,58%	1,45%	0,07%	0,48%	1,83%	-2,37%	-0,68%
Francia	8,03%	7,29%	6,32%	8,18%	9,53%	12,39%	16,49%	14,89%	12,53%	7,63%
Spagna	20,39%	33,51%	7,14%	18,55%	19,50%	22,95%	23,64%	20,24%	13,09%	4,29%
Italia	19,36%	15,82%	5,82%	15,35%	21,36%	19,03%	18,07%	13,33%	10,19%	2,49%
Polonia	23,08%	43,02%	45,99%	22,19%	22,80%	18,44%	45,99%	51,47%	57,78%	58,52%

⁽¹⁾ I dati relativi al Regno Unito incorporano una distorsione (massima negli anni 2007 e 2008) legata alle forti oscillazioni del tasso di cambio della lira sterlina nei confronti dell'euro.

Fonte: EMF, Quarterly Review.

La fonte EMF consente di fornire un aggiornamento a fine 2009 dell'andamento dei valori osservati. I dati mostrano per il 2009 un mercato europeo con valori sostanzialmente stabili o in calo (tabella A7).

TABELLA A7 - VARIAZIONI ANNUE DI MUTUI RESIDENZIALI (2009)

%	Consistenze
Regno Unito ⁽¹⁾	-5,97%
Germania	-0,11%
Francia	3,60%
Spagna	0,66%
Italia	7,39%
Polonia	-0,67%

⁽¹⁾ I dati relativi al Regno Unito incorporano una distorsione (massima negli anni 2007 e 2008) legata alle forti oscillazioni del tasso di cambio della lira sterlina nei confronti dell'euro.

Fonte: EMF, Quarterly Review.

BANCHE, MERCATI E IMPRESE

BIBLIOGRAFIA

ASSOFIN – CRIF – PROMETEIA (2008-2009), *Osservatorio sul Credito al Dettaglio*, Rapporto Annuale.

BANCA D'ITALIA (2000-2010), *Relazione Annuale*, Roma.

– (2010), *Bollettino Economico*, n. 60, aprile.

BANCO DE ESPAÑA (2007), *The Determinants of Household Credit in Spain*, Documentos de trabajo n. 0716.

– (2008), “Survey of Household Finances (EFF) 2005: Methods, Results and Changes between 2002-2005”, in *Economic Bulletin*, n. 34, gennaio.

BANK OF ENGLAND (2006a), “The State of British Household Finances: Results from the 2006 NMG Research Survey”, in *Quarterly Bulletin (Q4)*.

– (2006b), “The Distribution of Assets, Income and Liabilities Across Uk Households: Results from the 2005 NMG Research Survey”, in *Quarterly Bulletin (Q2)*.

BANK OF ENGLAND (2008), “The Financial Position of British Households: Evidence from the 2008 NMG Research Survey”, in *Quarterly Bulletin (Q4)*.

– (2008-2009), *Credit Condition Survey*.

– (2008-2009), *Financial Stability Report Summary*, April.

BANK OF ENGLAND EXTERNAL MPC UNIT (2008), *Household External Finance and Consumption*, Discussion paper, n. 25, ottobre.

BANQUE DE FRANCE (2005), *Enquête typologique 2004 sur le surendettement*, febbraio.

– (2006), *Convergence in Household Credit Demand Across Euro Area Countries: Evidence from Panel Data*, Notes d'études et de recherche, ottobre.

BCE (2010), *Bollettino mensile*, marzo.

BERTHOUD R., KEMPSON E. (1992), *Credit and Debt: The PSI Report*, Policy Studies Institute, London.

BIANCHI T. (1997), “Nuovi fattori di successo dell'attività bancaria”, in *Banche e Banchieri*, n. 1.

BORRONI M., POLI F. (2008), “Credito alle famiglie e Payment Protection Insurance: quali prospettive di sviluppo in Italia?”, in BRACCHI G., MASCIANDARO D., *Banche Italiane e governo dei rischi*, Fondazione Rosselli, Tredicesimo Rapporto sul Sistema Finanziario Italiano, Fondazione Rosselli, Edibank, Milano.

BROWN S., TAYLOR K. (2008), “Household dDebt and Financial Assets: Germany, Great Britain and the Usa”, in *Journal of the Royal Statistic Society*, n. 171, Part 3.

CALZA A., GARTNER C., SOUSA J. (2001), *Modelling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area*, European Central Bank, Working Paper, No. 55.

- CALZA A., MANRIQUE M., SOUSA J. (2003), *Aggregate Loans to the Euro Area Private Sector*, European Central Bank, Working Paper n. 202.
- CAMPBELL J.R., HERCOWITZ Z. (2006), *Welfare Implications of the Transition to High Household Debt*, novembre.
- CASELLI S., GATTI S., QUERCI F. (2008), “The Sensitivity of Loss Given Default Rate to Systematic Risk: New Empirical Evidence on Bank Loans”, in *Journal of Financial Services Research*, vol. 34, n. 1, August.
- CHRYSTAL A., MIZEN P. (2001), *Consumption, money And Lending: A Joint Model for the Uk Household Sector*, Bank of England, Working Paper n. 134.
- COSMA S. (2008), “La Direttiva Comunitaria: analisi dei principali impatti sul mercato del credito al consumo”, in ASSOFIN-CRIF-PROMETEIA, *Osservatorio sul Credito al Dettaglio*.
- DE BANDT O., BRUNEAU C., EL AMIR W. (2006), *Convergence in Household Credit Demand across Euro Area Countries: Evidence from Panel Data*, Banque de France, Note de Etude et de Recherche, n. 158.
- DEBELLE G. (2004), “Indebitamento delle famiglie e microeconomia”, in *BRI rassegna trimestrale*, marzo.
- DEL RIO A. (2002), *El endeudamiento de los hogares españoles*, Working Paper, No. 0228, Banco de España.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2000-2009), *Annual Report*.
- DI ANTONIO M. (1994), *Il credito al consumo*, Egea, Milano.
- DISNEY R., BRIDGES S., GATHERGOOD J. (2006), “Housing Wealth and Household Indebtedness: Is there a Household ‘Financial Accelerator’?”, in *Economica*, dicembre.
- (2008), “House Price Shocks and Household indebtedness in the United Kingdom”, in *Economica*, agosto.
- FERRARI A., FILOTTO U. (2008), “Regole efficienti: un ossimoro perfetto? Il caso del credito alle famiglie”, in BRACCHI G., MASCIANDARO D., *Banche italiane e governo dei rischi – Imprese, famiglie, regole, Tredicesimo Rapporto sul Sistema Finanziario Italiano*, Fondazione Rosselli, Edibank, Milano.
- FILOTTO U. (1999), *Manuale del credito al consumo*, Egea, Milano.
- (2002), “Mito e realtà del credito al consumo (e qualche ipotesi per il domani)”, in *Bancaria*, n. 9.
- FILOTTO U., NICOLINI G. (2007), “Credito alla famiglia e consapevolezza dei consumatori: una proposta operativa”, in *Bancaria*, n. 10.
- FRIEDMAN M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton.

BANCHE, MERCATI E IMPRESE

- GIMENO R., MARTINEZ-CARRASCAL C. (2006), *The Interaction between House Prices and Loans for House Purchase: The Spanish Case*, Banco de España, Working Paper, n. 0605.
- HALL R.E., TAYLOR J.B. (1999), “La domanda di consumo”, in *Macroeconomia. Teoria e politica economica*.
- HOFMANN B. (2001), *The Determinants of Private Sector Credit in Industrialised Countries: Do Property Prices Matter?*, Working Paper, n. 108, BIS.
- HYNES R., POSNER E.A. (2001), *The law and Economics of Consumer Finance*, John M. Olin Law and Economics Working Paper, n. 117 (2nd Series), University of Chicago.
- KEMPSON E. (2002), *Over-Indebtness in Britain*, Department of Trade Industry, Londra.
- KEMPSON E., MCKAY S., WILLITTS M. (2004), *Characteristics of Families in Debt and the Nature of Indebtedness*, Department for Work and Pensions, Research Report, No. 211, London.
- MAGRI S. (2002), “L’indebitamento delle famiglie italiane: determinanti della domanda e dell’offerta”, in BANCA D’ITALIA, *Temi di Discussione*, n. 454.
- MANRIQUE M., SAEZ F. (1998), “Un análisis desagregado de la demanda de activos líquidos y de la demanda de crédito de las familias y de las empresas no financieras”, in BANCO DE ESPAÑA, *Economic Bulletin*, marzo.
- MARTÍNEZ-CARRASCAL M., DEL RÍO A. (2004), *Household Borrowing and Consumption in Spain: A VECM Approach*, Banco de España Working Papers, n. 0421.
- MODIGLIANI F., BRUMBERG R. (1954), *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data, Post-Keynesian Economics*, Brunswick, Rutgers University Press.
- NIETO F. (2003), “Determinantes del crecimiento del crédito a los hogares en España”, in BANCO DE ESPAÑA, *Economic Bulletin*, April.
- RINALDI R. (2009), *Indagine conoscitiva sul credito al consumo*, Audizione del Capo del Servizio di Supervisione intermediari specializzati della Banca d’Italia, 11 novembre.
- SABATO G., SCHMID M.M. (2008), *Estimating Conservative Loss Given Default*, SSRN.
- THE FUTURE FOUNDATION (2008), *Wanting-it-all? Changing Aspirations in Europe*, Vision European Service, Report.
- TUDELA M., YOUNG G. (2005), *The Determinants of Household Debt and Balance Sheets in the United Kingdom*, Bank of England Working Paper, No. 266.
- VANDONE D. (2008), *Il credito al consumo in Europa. Mercati, intermediari e consumatori*, Giappichelli Editore, Torino.