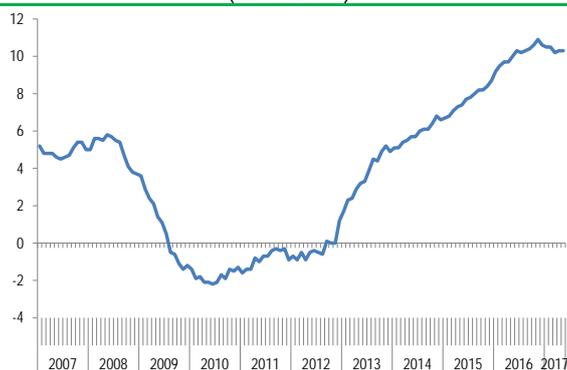


Regno Unito: credito al consumo

(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Inghilterra

USA: debiti delle famiglie

(miliardi di dollari)



Fonte: Federal Reserve

La prudente ripresa del ritmo di crescita dei prestiti nell'area euro (+2,6 a/a a maggio) assume un connotato positivo se confrontata con la nuova emergenza che stanno sperimentando **Regno Unito e Stati Uniti** a causa del credito "facile". Nel **Regno Unito** si torna a parlare di allarme bolla sul credito al consumo (+10,3 % a/a a maggio) che sta contribuendo a esporre le famiglie a un livello di indebitamento superiore a quello del 2008. Negli **Stati Uniti** destano preoccupazione le insolvenze sui prestiti per l'acquisto di autovetture della clientela *subprime*: a gennaio scorso, hanno raggiunto il 9%, il tasso più elevato degli ultimi otto anni.

Nel 2016, nell'area euro il **rapporto tra debito privato e Pil** si è attestato al 140% in diminuzione di 7 punti percentuali rispetto al picco massimo del 2009 (147%) ma ancora superiore al 133%, valore individuato quale soglia critica nell'ambito della Procedura degli Squilibri Macroeconomici (MIP); in Italia la quota sfiora il 117%. Secondo la Bce la numerosità dei paesi Uem con un livello di passività ancora elevato per le famiglie e per le imprese lascia supporre che nel prossimo futuro in alcune economie potrebbe essere ancora necessaria una riduzione sostanziale del *leverage*.

n. 28

25 luglio 2017



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Non ancora rimosso lo scoglio del debito

C. Russo  carla.russo@bnlmail.com

La lenta e moderata ripresa del credito nell'area euro (+2,6% a/a a maggio), pur in presenza di tassi a livelli storicamente contenuti e di una diffusa ripresa economica, è un tema oggi molto dibattuto. Ricerche basate su evidenze empiriche hanno mostrato come il ridimensionamento del debito del settore privato dall'elevato livello raggiunto negli anni pre-crisi sia in parte responsabile del fenomeno. Nel periodo 1999-2009 nell'area euro l'incidenza sul Pil delle passività delle famiglie e delle società finanziarie era salita dal 110% al 147% del Pil, con incrementi che hanno superato gli 80 punti percentuali nel caso di Estonia, Grecia e Portogallo e i 100 punti percentuali per Lussemburgo, Irlanda e Spagna. Negli anni successivi il rientro da una tale esposizione ha portato a cali consistenti, ma non tali da compensare gli incrementi passati.

Rapportato al Pil, l'indebitamento del settore privato dell'eurozona si attesta al 140% (2016) con un campo di variazione particolarmente ampio tra le diverse economie: dal 56% della Lituania al 351% di Cipro. Nella media dell'area euro il debito risulta attribuibile in prevalenza alle società non finanziarie (58% del debito totale), tranne che in Germania dove l'incidenza delle passività delle famiglie è maggiore rispetto a quella delle imprese (53% vs 47%). Secondo alcune indagini empiriche il livello ragionevole di indebitamento sarebbe inferiore al 90% del prodotto interno lordo per le società non finanziarie e all'85% per le famiglie. I paesi dell'area euro per i quali il limite relativo alle imprese risulta oltrepassato sono sei (Portogallo, Paesi Bassi, Belgio, Irlanda, Cipro, Lussemburgo), due le economie che sfiorano quello per le famiglie (Paesi Bassi e Cipro).

Secondo la Bce il processo di *deleveraging* proseguirà nel prossimo futuro condizionando la dinamica del credito. La prudente ripresa del ritmo di crescita dei prestiti nell'area euro può essere vista in modo positivo se confrontata con la nuova emergenza che stanno sperimentando Regno Unito e Stati Uniti a causa del credito "facile": soprattutto per il Regno Unito si torna a parlare di allarme bolla sul credito al consumo.

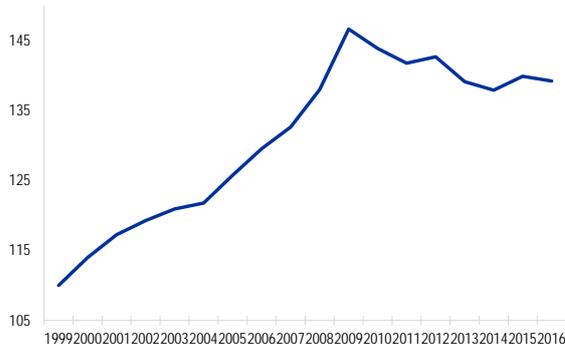
Un sorvegliato speciale: il debito del settore privato

Tra le ragioni della modesta crescita del credito nell'area euro (+2,6% a/a a maggio), a dispetto del favorevole contesto macroeconomico, vi è l'elevato indebitamento che famiglie e imprese hanno raggiunto in alcuni paesi negli anni precedenti la crisi finanziaria. Proprio per gli effetti che tale fenomeno comporta sull'andamento generale dell'attività economica, il rapporto tra debito del settore privato e Pil rientra tra gli indicatori sorvegliati nell'ambito della Procedura degli Squilibri Macroeconomici (MIP)¹: viene infatti considerato una misura della capacità di rimborsare il debito nel medio e nel lungo periodo. Nell'intera area euro il livello di questo indicatore era salito dal 110 al 147% tra il 1999 e il 2009, posizionandosi dal 2007 oltre il 133%, quota individuata come critica. Per numerosi paesi l'incremento è risultato decisamente superiore rispetto a quello registrato in media nell'area euro, con aumenti che nel caso di Grecia, Portogallo, Estonia e Spagna sono risultati superiori ai 70 p.p. Unico paese in

¹ Si tratta di un sistema di monitoraggio che mira a individuare e correggere in fase precoce gli squilibri macroeconomici negli Stati membri, prestando particolare attenzione agli squilibri con potenziali effetti di ricaduta su altri Stati membri.

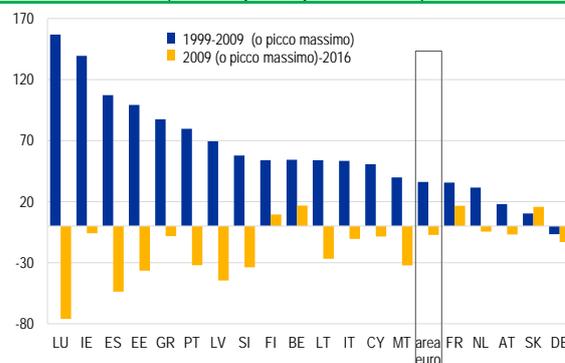
controtendenza risulta la Germania per la quale si rileva una sistematica diminuzione dell'indicatore passato nel decennio dal 120 al 113% e, a partire dal 2014, sotto quota 100.

Area euro: debito del settore privato
(% del Pil)



Fonte: Bce

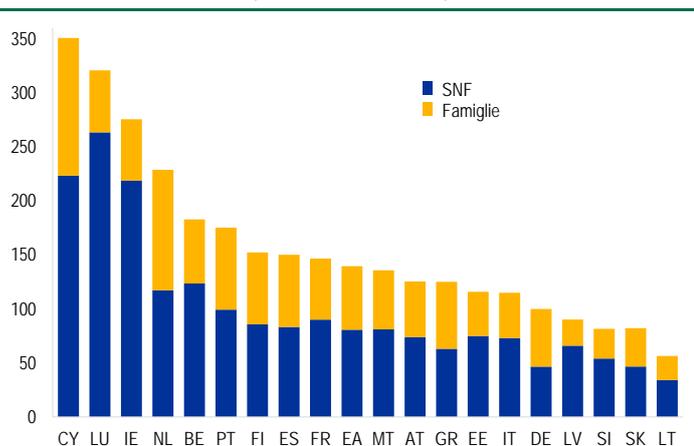
Debito settore privato/Pil
(var. in punti percentuali)



Fonte: Bce

Per la maggior parte dei paesi la contrazione dei debiti è cominciata solo all'indomani della crisi. Nell'area euro il debito del settore privato rispetto al Pil è sceso nel 2016 al 140% (dal picco del 147% del 2009) con un ampio intervallo di variazione tra le diverse economie. Riduzioni consistenti hanno riguardato la Spagna (-54 p.p., la metà della crescita registrata tra il 1999-2009), le Repubbliche Baltiche (-36 p.p. in media) e il Lussemburgo (-76 p.p.); per Malta, Portogallo e Slovenia il calo si è attestato a oltre 30 p.p. Per contro, il livello delle passività non ha registrato ridimensionamenti rilevanti in paesi pure con un livello di debito privato molto elevato (oltre 200%) come Irlanda, Cipro e Paesi Bassi. In costante aumento invece l'andamento registrato in Belgio (a 183 nel 2016), Francia (147), Slovacchia (82) e Finlandia (152).

Debito del settore privato
(in % del Pil; 2016)



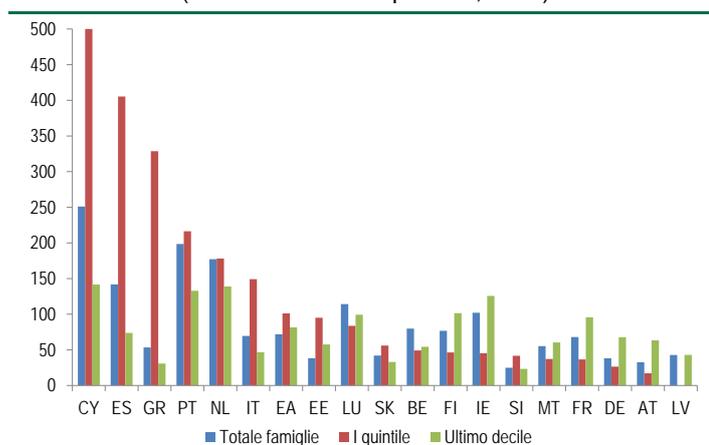
Fonte: Bce

Il rapporto tra debiti privati e Pil, nonostante la tendenziale correzione degli squilibri avvenuta negli anni recenti, presenta una situazione di attenzione in molti paesi della Uem e soprattutto risulta molto eterogeneo, con rapporti che variano tra il 56% (Lituania) e il 350% (Cipro). Solo in quattro paesi il rapporto si colloca al di sotto del 100% (Lituania, Slovacchia, Lettonia e Slovenia), dieci paesi risultano al di sopra del 133%. Secondo la Bce la numerosità dei paesi con un livello di passività ancora elevato nel settore privato lascia supporre che nel prossimo futuro in alcune economie potrebbe essere ancora necessaria una riduzione sostanziale del *leverage*.

L'indagine Bce sui bilanci delle famiglie² offre diverse misure del loro grado di esposizione, anche articolate per fasce di reddito: livello complessivo di indebitamento e quota del servizio del debito sul reddito disponibile sono alcuni degli indicatori monitorati al fine di valutare la capacità di far fronte ai propri impegni finanziari. In base alla quota di debito rispetto al reddito disponibile si osserva una condizione di vulnerabilità per i nuclei familiari di Irlanda, Spagna, Cipro, Paesi Bassi e Portogallo. Il dettaglio per classi di reddito evidenzia una situazione particolarmente critica tra le famiglie con le entrate più basse di Grecia, Spagna, Cipro, Paesi Bassi e Portogallo, mentre in Germania, Francia e Irlanda sono le famiglie delle classi di reddito più alte quelle che presentano rapporti particolarmente elevati.

Debito mediano delle famiglie per classi di reddito

(in % del reddito disponibile; 2014)



Fonte: Bce

Uno sguardo alla quota del servizio del debito sul reddito disponibile offre una misura più immediata della capacità di far fronte agli impegni finanziari. In questo caso si notano situazioni di criticità per le famiglie meno abbienti di Estonia, Grecia, Cipro e Slovenia: per questi paesi l'indicatore mediano supera il 60% delle entrate delle famiglie rispetto a un livello del 27,5% per l'intera area euro.

Per le imprese non si dispone di statistiche altrettanto dettagliate malgrado i prestiti al settore rappresentino la parte prevalente del debito privato. Nell'area euro il peso dell'esposizione delle società finanziarie sul totale del debito privato complessivo risulta infatti pari al 58%, percentuale intorno a cui si aggira la quota della maggior parte dei paesi Uem. Da tale livello si discostano ampiamente Cipro, Irlanda e Lussemburgo,

² Bce, The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave, n. 18, dicembre 2016.

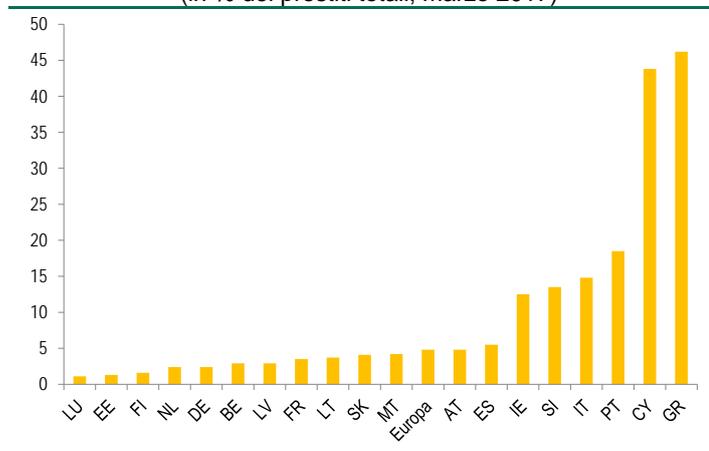
paesi per i quali i prestiti infragruppo portano la quota intorno all'80%, e la Germania dove sono invece i prestiti alle famiglie a costituire la parte prevalente del debito privato (53%).

Le ricadute dell'indebitamento sulla crescita economica

Al di là dei settori detentori del debito, ciò che rileva maggiormente sono gli effetti sfavorevoli che un livello elevato di passività può determinare sulla crescita economica: un'ampia letteratura evidenzia come una misura equilibrata di debiti favorisca capacità di spesa e sviluppo mentre un eccesso di indebitamento determini un generale ridimensionamento di investimenti e consumi che finisce per incidere negativamente sulla dinamica del Pil. Ricerche empiriche³ suggeriscono come per le imprese il livello di indebitamento sostenibile non dovrebbe superare il 90% del prodotto interno lordo e l'85% per le famiglie. Le ricadute sfavorevoli di un indebitamento eccessivo risultano amplificate anche dalla stretta creditizia che solitamente si associa a fasi negative del ciclo economico: quote crescenti di crediti deteriorati e ritardi nella gestione di un indebitamento elevato rischiano di generare una spirale negativa che sarebbe invece opportuno prevenire. L'esperienza europea evidenzia come la lunga fase di debole crescita abbia lasciato pesanti eredità nei bilanci del settore bancario: l'incidenza dei *non-performing loans* sul totale dei crediti nei gruppi vigilati Eba nel I trimestre di quest'anno presentava valori a doppia cifra in sette paesi rispetto a una quota media dell'area al 4,8%.

Crediti deteriorati

(in % dei prestiti totali; marzo 2017)



Fonte: Eba

Per contro, non mancano conferme degli effetti positivi del processo di riduzione del leverage: un ridimensionamento significativo e realizzato in tempi relativamente brevi⁴ tende a produrre effetti positivi sul Pil nel medio periodo. Lo conferma l'esperienza di Estonia, Irlanda, Spagna, Lettonia, Lituania e Slovenia, paesi in cui a una rapida riduzione dell'indebitamento ha fatto riscontro un aumento del Pil pro capite in termini reali. Molteplici le vie che hanno portato alla diminuzione del rapporto: in Italia, Spagna, Slovenia, Portogallo e Grecia il risultato è stato raggiunto soprattutto grazie a un *deleverage* attivo vale a dire tramite rimborso o cancellazione del debito anche se negli

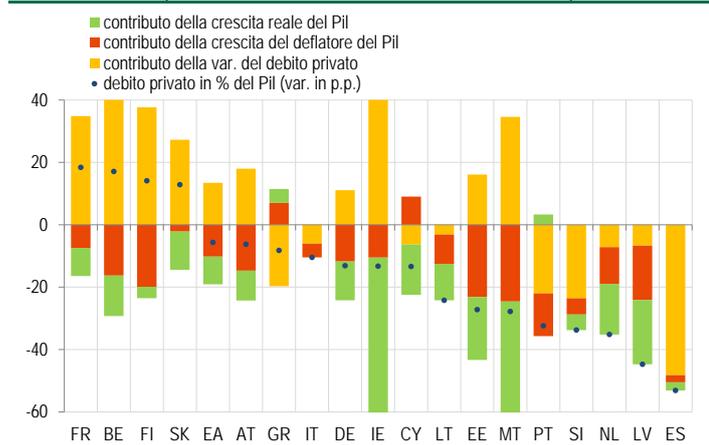
³ BIS, The real effects of debt, WP n. 352, settembre 2011.

⁴ Fmi, Private sector deleveraging and growth following busts, WP n. 15/35, febbraio 2015.

ultimi due paesi il risultato è stato mitigato da un contestuale calo del Pil nominale. In Lettonia, Cipro, Lituania e Paesi Bassi il miglioramento è risultato dalla combinazione di un calo del debito e di un aumento del Pil nominale; in Germania, Estonia, Irlanda, Malta e Austria si è realizzato esclusivamente per la crescita economica.

Contributi alla variazione del rapporto debito privato/Pil

(dai livelli massimi fino al IV trim. 2016)



Fonte: Bce

Un aiuto alla riduzione della leva finanziaria è venuto anche dalla sensibile diminuzione della spesa per interessi che nell'intera area, rispetto al reddito disponibile, tra il 2008 e il 2016 è passata in media dal 4,1% allo 0,9% per le famiglie e dal 19,4% al 6,5% per le società non finanziarie mostrando in entrambi i casi un'ampia eterogeneità tra i paesi.

Il ritorno di rischi passati

La prudente ripresa del ritmo di crescita dei prestiti nell'area euro assume un connotato positivo se confrontata con la nuova emergenza che stanno sperimentando Regno Unito e Stati Uniti a causa del credito "facile". Le autorità inglesi sottolineano i potenziali rischi per il sistema bancario dovuti a una dinamica troppo vivace del credito al consumo (+10,3% a/a a maggio) che sta contribuendo ad esporre le famiglie a un livello di indebitamento superiore a quello del 2008. Il *Financial Policy Committee* ha di recente stigmatizzato la pericolosità di prestiti a tasso zero e la *Financial Conduct Authority* evidenzia come siano oltre 3 milioni i cittadini britannici che pagano sull'indebitamento con carte di credito più di interessi e spese che quota capitale vivendo in una condizione di stabile indebitamento. Su questa tipologia di finanziamento l'esposizione del sistema bancario ha raggiunto i 67 miliardi di sterline (superando il livello raggiunto nel 2008) e i relativi deteriorati ammontano a £19 mld. Secondo l'Office for National Statistics poco meno di un quarto delle famiglie ha un debito sulle carte di credito che non riesce a onorare, con un'esposizione media di 1.700 sterline per almeno la metà dei debitori.

Negli Stati Uniti nel I trimestre di quest'anno il debito delle famiglie ha raggiunto i \$15.151 mld, 500 mld in più di dodici mesi prima e del 10% superiore ai livelli del 2013. Pur in assenza di particolari tensioni sulla sostenibilità del debito delle famiglie, anche negli Usa è il credito al consumo a destare preoccupazione: in particolare i finanziamenti per l'acquisto di autovetture che risultano in aumento del 70% rispetto al

2010. In passato proprio i default su questa tipologia di prestiti hanno guidato le sofferenze nel credito al consumo e le insolvenze della componente *subprime*, a gennaio scorso, hanno raggiunto il 9%, il tasso più elevato degli ultimi otto anni.

Regno Unito: credito al consumo

(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Inghilterra

USA: debiti delle famiglie

(miliardi di dollari)



Fonte: Federal Reserve

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com