

Indebitamento delle famiglie e macroeconomia¹

I più bassi tassi di interesse e l'allentamento dei vincoli di liquidità hanno determinato un sostanziale aumento del debito delle famiglie negli ultimi vent'anni. L'accresciuto indebitamento ha accentuato la reattività del settore delle famiglie alle variazioni dei tassi di interesse, del reddito e dei prezzi delle attività, e ciò in misura tanto maggiore quanto più alta è l'incidenza dei mutui ipotecari a tasso variabile rispetto a quelli a tasso fisso.

Classificazione JEL: E210, E520.

Negli ultimi vent'anni l'indebitamento delle famiglie in diversi paesi sviluppati è aumentato considerevolmente sia in termini assoluti sia in rapporto al reddito. Ciò ha destato preoccupazioni circa la sua sostenibilità, nonché le implicazioni che ne deriverebbero per la stabilità del sistema finanziario qualora esso non fosse sostenibile.

La crescita dell'indebitamento delle famiglie va in gran parte attribuita a due fattori: la minore prevalenza del razionamento del credito che ha fatto seguito alla deregolamentazione finanziaria dei primi anni ottanta e la riduzione dei tassi di interesse, sia nominali sia reali, che si è accompagnata al calo dell'inflazione negli ultimi due decenni. Questi fattori hanno contribuito a un significativo allentamento dei vincoli di liquidità gravanti sulle famiglie.

Indipendentemente dalla sostenibilità della crescita dell'indebitamento delle famiglie, il più alto debito ha importanti implicazioni macroeconomiche. Il settore delle famiglie sarà più sensibile ai movimenti dei tassi di interesse, soprattutto quelli imprevedibili, e alle variazioni del reddito, specie se dovute alla disoccupazione. Quest'accresciuta reattività dipende strettamente dalla relativa incidenza dei mutui ipotecari a tasso fisso ovvero a tasso variabile, ed è maggiore nei paesi dove prevalgono questi ultimi. Inoltre, in alcuni paesi parte della recente espansione dell'indebitamento delle famiglie si è concretizzata nell'utilizzo delle plusvalenze immobiliari, che ha impartito un forte impulso alla spesa per consumi. Qualora questo processo di smobilizzo dovesse rallentare

¹ L'articolo è stato redatto durante il soggiorno dell'autore – in distacco dalla Reserve Bank of Australia – presso la BRI e il Massachusetts Institute of Technology. Le opinioni ivi espresse sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI o della Reserve Bank of Australia. L'autore ringrazia Olivier Blanchard e Claudio Borio per gli utili scambi di opinioni e commenti.

o invertirsi, come potrebbe accadere in caso di una più lenta crescita dei prezzi abitativi o di un aumento dei tassi ipotecari, le ricadute macroeconomiche potrebbero essere rilevanti.

Dopo aver analizzato l'espansione dell'indebitamento delle famiglie prodottasi negli ultimi due decenni, questo studio monografico presenta alcuni dei fattori che potrebbero avervi contribuito, esaminando infine le implicazioni macroeconomiche dell'accresciuto debito delle famiglie².

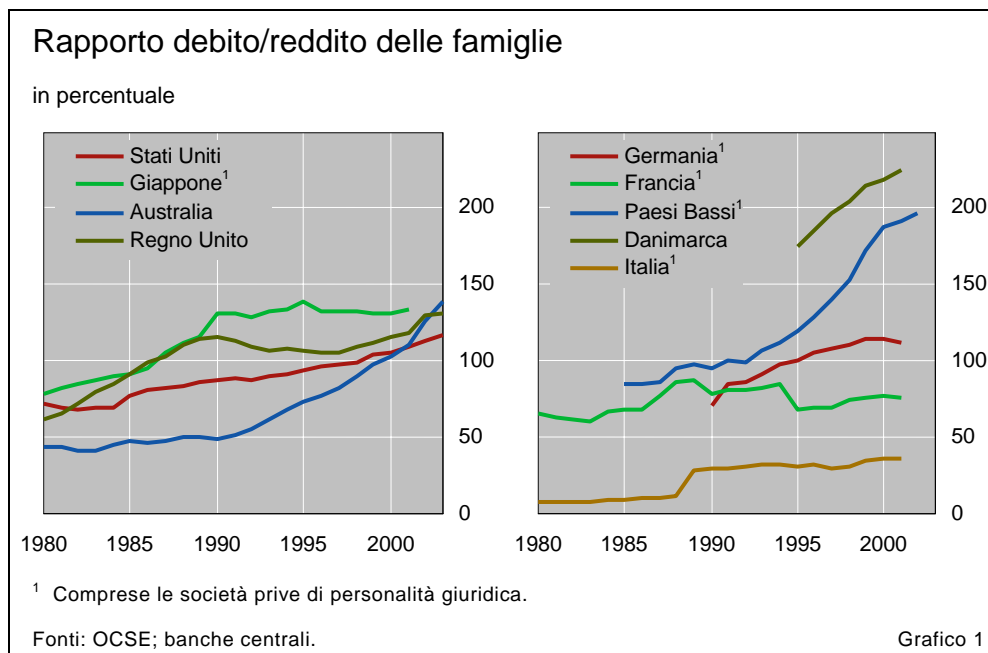
Analisi del fenomeno

Negli ultimi vent'anni la crescita del debito delle famiglie ha sopravanzato quella del reddito nella maggior parte dei paesi sviluppati, seppure con notevoli differenze in termini di profilo temporale, entità e tasso dell'incremento. Oltre a evidenziare tali differenze, il grafico 1 mostra come il rapporto fra debito e reddito delle famiglie sia aumentato in misura sostanziale per Francia, Giappone e Regno Unito negli anni ottanta, e per Australia e Paesi Bassi negli anni novanta.

Forte crescita del debito delle famiglie

In ciascun paese le famiglie hanno incrementato il debito essenzialmente per finanziare l'acquisto di abitazioni. Ad esempio, le passività contratte a tal fine rappresentano attualmente il 75% circa del debito complessivo del settore negli Stati Uniti e nel Regno Unito, il 60% circa in Francia e Germania, l'85% in Australia. Anche altre tipologie di debito, specie quello riveniente da pagamenti con carte di credito, sono cresciute più del reddito nell'arco del periodo in esame, ma esse concorrono a una quota nettamente inferiore del debito complessivo delle famiglie.

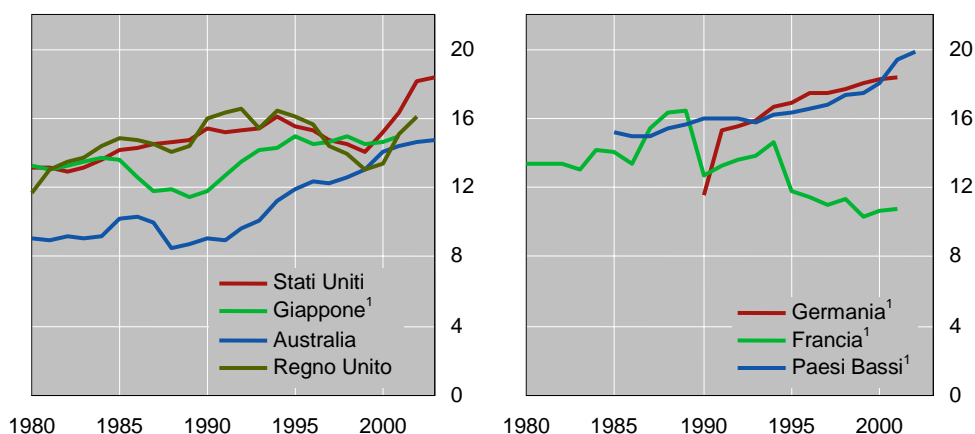
L'indebitamento è in gran parte destinato all'acquisto di abitazioni



² Per una trattazione di tematiche simili cfr.: per l'Australia, Macfarlane (2003); per l'Irlanda, Kearns (2003); per la Norvegia, Gjedrem (2003); per il Regno Unito, H.M. Treasury (2003), Nickell (2003) e Tucker (2003), nonché i recenti *Financial Stability Reports* per Finlandia e Svezia, tra gli altri.

Rapporto debito/attività delle famiglie

in percentuale



¹ Comprese le società prive di personalità giuridica.

Fonti: OCSE; banche centrali.

Grafico 2

Se rapportando il debito delle famiglie al loro reddito è possibile comparare i dati di epoche e paesi diversi, ciò non fornisce necessariamente un valore di riferimento adeguato per stabilire se lo stock di debito sia o meno eccessivo. Nel valutare le decisioni di indebitamento di un'impresa si utilizza in genere una misura della leva finanziaria – il livello del debito rispetto alle attività – oppure una misura della copertura degli oneri finanziari, quale l'incidenza del servizio del debito sul reddito. Per il settore delle famiglie parametri analoghi potrebbero essere più appropriati per la valutazione della sostenibilità del debito. Il grado di leva può essere misurato dal rapporto debito/attività, mentre il grado di copertura degli oneri finanziari dal rapporto fra rimborsi dei prestiti (sia in conto interessi sia in conto capitale, come risulta dal piano di ammortamento) e una misura del reddito disponibile.

Utilizzando come denominatore le attività delle famiglie, il grado di leva finanziaria del settore aumenta in misura decisamente inferiore. Il grafico 2 mostra come le misure della leva finanziaria siano perlopiù aumentate al massimo di 5 punti percentuali; nel caso della Francia, il rapporto è addirittura diminuito. Tale risultato è ampiamente riconducibile al concomitante incremento dei prezzi abitativi verificatosi nella maggioranza dei paesi, sebbene in alcune realtà esso rispecchi altresì un incremento di valore della ricchezza azionaria³. Una diminuzione dei prezzi degli immobili residenziali provocherebbe un rapido deterioramento di questa misura della leva finanziaria delle famiglie, poiché calerebbe soltanto il valore delle attività, ma non il corrispondente debito. È pertanto consigliabile una certa cautela nel suo utilizzo per la valutazione della sostenibilità del debito delle famiglie.

Nella maggior parte dei paesi il grado di copertura degli oneri finanziari delle famiglie non mostra una chiara tendenza ascendente. L'effetto della

Il grado di leva non è cresciuto molto ...

... così come il servizio del debito

³ Cfr. Borio e McGuire, nonché Tsatsaronis e Zhu in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI* per una trattazione delle possibili cause della crescita dei prezzi immobiliari.

crescita dell'indebitamento delle famiglie è stato compensato dal calo dei tassi passivi sicché, in media, la quota di reddito che le famiglie destinano al servizio del debito non si è incrementata rispetto al passato⁴. Tuttavia, in alcuni paesi il servizio del debito è già prossimo ai massimi storici, e crescerebbe ulteriormente all'aumentare dei tassi ipotecari.

I dati aggregati sul debito del settore celano differenze sostanziali quanto alla distribuzione del debito tra le singole famiglie. Ad esempio, secondo l'indagine statunitense *Survey of consumer finances* per il 2001, soltanto il 45% circa delle famiglie ha contratto debiti ipotecari, mentre circa un quarto risulta totalmente privo di debiti. Inoltre, la distribuzione per età dei dati di Australia, Svezia e Stati Uniti mostra un profilo "a gobba" del debito. In termini aggregati, l'indebitamento delle famiglie giovani è comparativamente modesto rispetto al reddito (anche se per quelle indebitate l'incidenza del debito sul reddito è molto elevata). Questo profilo "a gobba" ricalca quello della quota di famiglie proprietarie dell'immobile di residenza, a riprova del fatto che la maggior parte del debito delle famiglie è costituita da prestiti ipotecari.

Questi aspetti relativi alla distribuzione hanno implicazioni importanti per la sostenibilità dell'aumento del debito e per le conseguenze macroeconomiche di tale incremento. Sfortunatamente i dati disponibili sulla variazione nel tempo della distribuzione del debito tra le famiglie sono scarsi.

Il debito varia notevolmente all'interno del settore famiglie

Cause dell'aumento del debito

Uno schema utile per esaminare le tendenze dell'indebitamento delle famiglie è il modello del ciclo vitale di Ando e Modigliani (1963). Nei periodi in cui il reddito è basso rispetto a quello percepito mediamente nell'arco di vita della famiglia, questa si indebita per finanziare i consumi correnti, rimborsando i prestiti nei periodi di reddito elevato. Poiché la maggior parte delle famiglie vede aumentare il proprio reddito durante la vita (lavorativa), il rapporto indebitamento/reddito tenderà inizialmente a essere elevato, per poi calare gradualmente con l'aumentare dell'età.

L'indebitamento consente di ripartire i consumi nel corso del ciclo di vita

Tale quadro è complicato dalla presenza di vincoli di liquidità. Nelle fasi iniziali della vita lavorativa, quando il reddito è relativamente basso, le famiglie potrebbero non essere in grado di indebitarsi quanto vorrebbero. Ciò vale in particolare per l'acquisto di un'abitazione, che rappresenta la maggiore spesa singola di una famiglia. Visto che nella maggioranza dei paesi le istituzioni finanziarie non prestano l'intero valore dell'immobile da acquistare, le famiglie sono chiamate ad accollarsi parte del relativo costo. Pertanto, le famiglie più giovani sono costrette ad affittare un alloggio mentre risparmiano per accumulare un capitale iniziale. Con l'aumentare di reddito e risparmi, si

⁴ Questa misura potrebbe fornire una rappresentazione distorta dell'effetto dei pagamenti degli interessi ipotecari sui flussi di cassa delle famiglie a causa delle variazioni della quota di famiglie proprietarie dell'immobile di residenza (Dyan et al., 2003). Se tale quota aumenta, le famiglie precedentemente in affitto sostituiscono i canoni di locazione con i pagamenti dei mutui ipotecari, e l'effetto sul loro reddito disponibile al netto dei costi abitativi è considerevolmente inferiore rispetto a quello risultante dall'aumento del rapporto tra servizio del debito e reddito.

allentano i vincoli di liquidità, cosicché le famiglie possono mutuare l'ingente somma necessaria all'acquisto dell'immobile. Ciò contribuisce a quel profilo "a gobba" assunto nel corso del ciclo vitale dal debito delle famiglie e dalla quota di famiglie proprietarie della casa di residenza in molti paesi.

I vincoli di liquidità
si sono allentati ...

I vincoli di liquidità spiegano i motivi per cui i cambiamenti nella struttura del mercato del credito avrebbero avuto un effetto così significativo sull'entità dell'indebitamento delle famiglie. Durante gli anni ottanta e novanta quasi tutte le economie sviluppate hanno intrapreso un processo di deregolamentazione finanziaria, seppure con notevoli differenze in termini di tempistica e di portata. Di conseguenza, la crescita dell'indebitamento delle famiglie potrebbe rispecchiare in misura significativa il passaggio da un indebitamento basso (e subottimale dal loro punto di vista) nel periodo precedente la deregolamentazione a uno più elevato al venir meno delle pressioni di liquidità. Ciò ha probabilmente consentito alle famiglie di strutturare meglio la distribuzione della propria spesa per consumi nell'arco del ciclo di vita.

... ma non sono
scomparsi

Malgrado la deregolamentazione, permangono alcuni aspetti istituzionali – relativi in particolare al credito ipotecario – che sono fonte di carenze di liquidità per alcune famiglie. Le istituzioni finanziarie fissano in genere un tetto all'ammontare di reddito disponibile che una famiglia può stanziare per il servizio del debito, limitando così l'importo massimo concedibile. Ciò significa che il livello dei costi di finanziamento può influire sul debito delle famiglie non solo tramite l'effetto diretto di una riduzione del costo reale dell'indebitamento dovuta a un calo dei tassi di interesse reali. A parità di reddito, una diminuzione dei tassi nominali consente a un'istituzione finanziaria di aumentare l'importo massimo concedibile a una famiglia (Stevens, 1997 e Wadhvani, 2002).

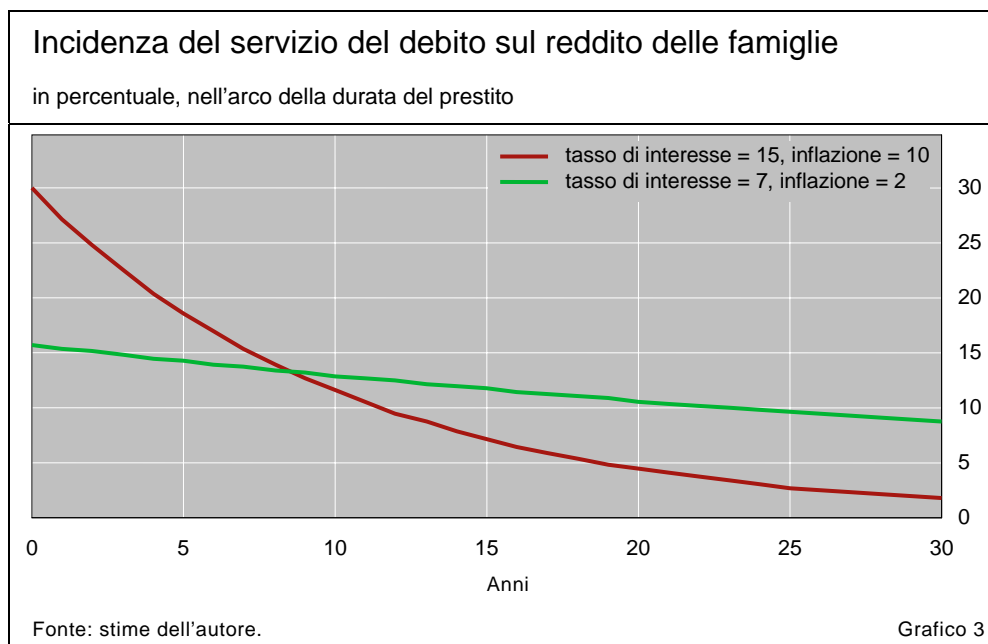
Una minore inflazione
può innalzare
il rapporto indebitamento/reddito ...

L'effetto dell'inflazione e dei tassi di interesse è illustrato nel grafico 3 (cfr. anche Miles, 1994; Bank of England, 2002; Reserve Bank of Australia, 2003b). Si ipotizzi un mutuo ipotecario trentennale a rate costanti per tutta la durata del prestito. In un piano di ammortamento standard, i versamenti iniziali sono costituiti in prevalenza da pagamenti in conto interessi e solo in piccola parte da rimborsi in conto capitale. Con l'andar del tempo la quota degli interessi cala e cresce quella del capitale.

... poiché i tassi di
interesse sono più
bassi e la crescita
del reddito più lenta

Con un aumento dell'inflazione, e un concomitante aumento dei tassi di interesse nominali, i versamenti iniziali sono più elevati in rapporto al reddito, mentre quelli successivi calano considerevolmente (sempre in rapporto al reddito). Il valore nominale dei rimborsi rimane costante, ma quello reale diminuisce rapidamente per effetto della maggiore crescita del reddito nominale delle famiglie. Con un tasso di inflazione inferiore, i versamenti iniziali a valere su un mutuo di pari entità sono più bassi in rapporto al reddito, ma calano meno rapidamente nell'arco della durata del prestito, in quanto l'erosione del debito in termini reali è più lenta⁵. Considerato il calo dei tassi di

⁵ Di fatto, in un contesto deflazionistico è plausibile un incremento del rapporto fra rimborsi e reddito giacché aumenta il valore reale del debito.



inflazione, la conseguente riduzione dei tassi passivi nominali ha consentito alle famiglie di mutuare importi maggiori a parità di massimali sul servizio del debito.

Anche il regime fiscale influisce sul debito delle famiglie, con effetti che variano in funzione del tasso di inflazione. In diversi paesi è consentito dedurre dal reddito a fini fiscali i versamenti in conto interessi corrisposti a fronte dell'acquisto della casa di residenza nonché, in alcuni casi, parte di quelli in conto capitale⁶. In paesi quali Finlandia, Norvegia e Svezia tassi di interesse reali negativi al netto delle imposte hanno contribuito a una rapida crescita dell'indebitamento ipotecario nella seconda metà degli anni ottanta.

Sull'indebitamento influisce anche il regime fiscale

Per quanto attiene al rapporto indebitamento/reddito, una minore inflazione si traduce anzitutto in un aumento del numeratore, poiché le famiglie si indebitano maggiormente in risposta al calo dei tassi di interesse nominali, e secondariamente in una minore crescita del reddito nominale; a livello di singola famiglia, l'erosione del debito nominale è quindi più lenta, il che fa di conseguenza aumentare il rapporto anche a livello aggregato.

Pertanto, buona parte della crescita dell'indebitamento delle famiglie negli ultimi anni può essere spiegata dalla combinazione di tassi di interesse calanti, sia reali che nominali, e deregolamentazione finanziaria. Si ipotizzi ad esempio che i tassi di interesse scendano dal 15 al 7%, la crescita del reddito nominale dal 9 al 4% (analogamente a quanto osservato in alcuni paesi negli ultimi vent'anni) e i prestiti contratti dalle famiglie siano tali per cui il rimborso iniziale è pari al 30% del reddito. Ciò potrebbe provocare un aumento di oltre il 100% del rapporto aggregato indebitamento/reddito (Reserve Bank of Australia, 2003b). In uno studio analogo per gli Stati Uniti, Barnes e Young (2003) mostrano che tali fattori hanno concorso in ampia misura alla crescita

⁶ In Gruppo dei Dieci (2003) vengono descritti il trattamento fiscale degli immobili residenziali in diversi paesi e il suo effetto su prezzi abitativi e indebitamento delle famiglie.

dell'indebitamento delle famiglie negli anni novanta (ma non nel decennio precedente).

Implicazioni macroeconomiche

Indipendentemente dall'esistenza o meno di situazioni di "sovraindebitamento", il più ampio stock di debito delle famiglie presenta importanti implicazioni macroeconomiche, fra cui l'accresciuta reattività del settore alle oscillazioni del reddito, dei tassi di interesse e dei prezzi delle abitazioni. In alcuni paesi potrebbe persino intervenire un'inversione di quel processo di smobilizzo delle plusvalenze immobiliari che ha fornito un impulso ai consumi negli ultimi anni.

Le famiglie saranno più sensibili a ...

Come si è visto in precedenza, il calo dell'inflazione ha prodotto due effetti sull'indebitamento del settore famiglie. In primo luogo, la riduzione dei costi di finanziamento ha consentito a un maggior numero di famiglie di contrarre prestiti e/o ha mediamente accresciuto il livello del debito per unità mutuataria. Di conseguenza, in diversi paesi i valori aggregati dei rapporti di copertura del debito sono attualmente prossimi ai massimi degli ultimi decenni, malgrado la riduzione dei tassi di interesse. In secondo luogo, con il calo dell'inflazione l'erosione del valore reale del debito (che è fisso in termini nominali) è rallentata rispetto al passato. Con l'andare degli anni la quota di reddito ancora necessaria ad assolvere il servizio del debito potrebbe rivelarsi sorprendentemente elevata per le famiglie, costringendole così a ridurre i consumi al disotto del livello desiderato. L'aumento del rapporto aggregato indebitamento/reddito implica che esse saranno più vulnerabili agli shock, rimanendovi inoltre esposte più a lungo che in passato.

Calo del reddito delle famiglie

... cali del reddito, specie se dovuti alla disoccupazione ...

Lo shock avverso più vasto e significativo per il reddito delle famiglie è rappresentato dalla disoccupazione. Un'ascesa dell'indebitamento e del servizio del debito delle famiglie accentua la reattività di queste ultime a un aumento della disoccupazione, amplificando gli effetti di uno shock negativo per l'economia. Considerate le maggiori difficoltà delle famiglie indebitate nel far fronte ai pagamenti ipotecari durante un periodo di disoccupazione, aumenta la probabilità che esse si rendano inadempienti. Ciò potrebbe a sua volta accrescere il ricorso a vendite "di realizzo", nonché i rischi di una spirale di deprezzamento degli immobili residenziali e di minusvalenze patrimoniali (qualora il valore dell'immobile scenda al disotto del debito in essere). Tali sviluppi sarebbero particolarmente indesiderati ove la causa dello shock di disoccupazione stesse già esercitando pressioni al ribasso sui prezzi abitativi. Le difficoltà di finanziamento si acuirebbero se l'aumento della disoccupazione si accompagnasse a più alti tassi di interesse, come avvenuto ad esempio in Scandinavia e nel Regno Unito agli inizi degli anni novanta. Per motivi correlati, il maggiore indebitamento delle famiglie potrebbe ridurre la loro

capacità di trasferirsi in altra sede alla ricerca di lavoro durante una fase congiunturale negativa⁷.

È pur vero che la disoccupazione colpisce in genere solo una parte relativamente esigua della popolazione, e che storicamente le famiglie a più alto rischio di disoccupazione di rado coincidono con quelle fortemente indebitate. Nondimeno, dato che i livelli di servizio del debito delle famiglie sono oggi maggiori e permangono elevati più a lungo, queste possono incorrere più facilmente in brevi periodi di disoccupazione allorché l'incidenza del servizio del debito sul loro reddito è ancora significativa.

Cali dei prezzi delle abitazioni

Anche in assenza di un rallentamento dell'economia, il più alto debito implica una maggiore esposizione del settore famiglie ai ribassi dei prezzi abitativi che conducono a disavanzi del patrimonio immobiliare. Il primo impatto di un tale calo potrebbe essere una riduzione della fiducia dei consumatori e della spesa delle famiglie, con l'aggravante di un'inversione nel processo di smobilizzo delle plusvalenze immobiliari (cfr. oltre). Tuttavia, per le famiglie ciò non comporta necessariamente un inasprimento delle difficoltà finanziarie, poiché queste dipendono principalmente dalla loro capacità di far fronte al servizio del debito, determinata a sua volta non tanto dal valore dell'abitazione in sé, quanto dal tasso di interesse del mutuo e dal reddito familiare.

... ribassi dei prezzi
delle abitazioni ...

Variazioni dei tassi di interesse

Rispetto a un aumento della disoccupazione, le variazioni dei tassi di interesse influiscono in genere su un numero molto più vasto di famiglie. La reattività del settore alle oscillazioni dei tassi dipende strettamente dalla prevalenza di mutui a tasso variabile ovvero a tasso fisso – un fattore, questo, che varia considerevolmente a seconda del paese (tabella 1)⁸. Essa è anche in funzione della misura in cui la variazione di tasso era stata anticipata dalle famiglie al momento dell'accensione del mutuo; in altri termini, 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 nel regime dei tassi che ha condotto a un completo spostamento della struttura per scadenze dei tassi nominali (ad esempio, un netto abbassamento dell'intera curva per scadenze).

... e variazioni dei
tassi di interesse

Nei paesi in cui sono preponderanti i mutui a tasso fisso, vedi Francia, Germania e Stati Uniti, i movimenti dei tassi di interesse ufficiali durante il ciclo economico dovrebbero in teoria avere un effetto solo modesto sui prestiti ipotecari. Il tasso passivo è più strettamente correlato ai tassi oltre il breve

Mutui a tasso fisso:
l'impatto è minore ...

⁷ In altri termini, l'esigenza di vendere l'immobile per estinguere il mutuo potrebbe aumentare sensibilmente il costo della ricerca di un impiego in mercati del lavoro distanti. Blanchard e Katz (1992), nonché Decressin e Fatas (1995) evidenziano l'importanza della mobilità del lavoro negli Stati Uniti e in Europa. Per un esame della relazione tra quota di famiglie proprietarie dell'immobile di residenza e mobilità del lavoro, cfr. Gardner et al. (2001) e BCE (2003).

⁸ Per una trattazione analoga di questa tematica, cfr. Miles (1994, 2003) e FSA (2001).

termine, e pertanto al tasso ufficiale medio che si ritiene prevarrà durante la vita del mutuo.

Un cambiamento di regime dei tassi di interesse 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; ne conseguirà una diminuzione delle rate mensili e, di conseguenza, un incremento del reddito disponibile per altri scopi, specie per consumi. Su questo incentivo pesa il costo del rifinanziamento, relativamente basso in Danimarca e Stati Uniti, ma piuttosto elevato in altri paesi in cui prevalgono mutui a tasso fisso (cfr. lo studio di Frankel et al. in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). Un eventuale spostamento al rialzo, che non influisce sui contratti a tasso fisso esistenti, interesserà unicamente i potenziali nuovi mutuatari, e il suo impatto sarà scarsamente influenzato dal livello aggregato del debito delle famiglie.

... e il rischio ricade su istituzioni finanziarie e fondi pensione

Benché nel caso delle famiglie l'impatto di un'ascesa dei tassi di interesse possa rimanere invariato, per le istituzioni creditizie esso può essere più pronunciato, specie se interviene a conclusione di un periodo di massicci rifinanziamenti ipotecari a tassi inferiori. Le istituzioni finanziarie incorreranno in un aumento dei costi della provvista senza peraltro beneficiare di un incremento dei rendimenti sulle attività, remunerate prevalentemente a tasso fisso. Tuttavia, con il maggiore ricorso alla cartolarizzazione dei mutui ipotecari, anche le istituzioni finanziarie potrebbero essere schermate dagli effetti di un aumento dei tassi. I detentori finali dei prodotti cartolarizzati, in genere fondi pensione, potrebbero pertanto risultare massimamente esposti al rischio (FMI, 2003). Il settore delle famiglie continua a sopportare in ultima istanza il rischio, ma poiché questo viene traslato mediante le variazioni di valore delle pensioni, la correzione dei consumi è destinata a essere molto più graduale. Di conseguenza, l'effetto macroeconomico potrebbe essere minore e/o più prolungato di quanto sarebbe se il rischio di tasso ricadesse direttamente in capo alle famiglie.

Mutui a tasso variabile: il rischio ricade sulle famiglie

Nei paesi in cui i mutui ipotecari sono in prevalenza a tasso variabile – come Australia, Irlanda, Regno Unito e Spagna – le implicazioni di un maggiore indebitamento delle famiglie sono potenzialmente molto più elevate. I tassi di

Mutui ipotecari alle famiglie: condizioni di tasso prevalenti			
Australia	variabile	Irlanda	variabile
Austria	fisso	Italia	misto
Belgio	fisso	Norvegia	variabile
Canada	fisso	Paesi Bassi	fisso
Danimarca	fisso	Portogallo	variabile
Finlandia	variabile	Regno Unito	variabile
Francia	fisso	Spagna	variabile
Germania	fisso	Stati Uniti	fisso
Giappone	misto	Svezia	variabile
Grecia	variabile	Svizzera	variabile
Fonti: Borio (1995), in base alla maggioranza dei mutui in essere; BCE (2003).			Tabella 1

interesse variabili sono più immediatamente correlati al tasso ufficiale, e spesso variano in parallelo. In tali casi sono le famiglie con un mutuo in essere, e non le istituzioni finanziarie, a sopportare direttamente il rischio di fluttuazioni dei tassi di interesse.

Anche in questo caso la portata dell'impatto è diversa a seconda che il movimento dei tassi di interesse rientri nell'intervallo di una normale variazione ciclica ovvero nell'ambito di un cambiamento di regime dei tassi. L'effetto delle variazioni dei tassi ufficiali sarà tanto minore quanto più le famiglie considereranno di fatto il tasso variabile alla stregua di un tasso fisso per tutta la durata del prestito⁹ e i tassi di interesse varieranno effettivamente nel corso del ciclo entro l'intervallo previsto dalle famiglie. Ad esempio, se il tasso di interesse si situa a un minimo ciclico, le famiglie possono decidere di non destinare la temporanea riduzione dei versamenti ai consumi, che non subirebbero pertanto particolari conseguenze. Questo risparmio può essere facilmente conseguito mantenendo costanti i versamenti mensili e accelerando così il rimborso del capitale. I rimborsi anticipati effettuati in periodi di bassi tassi di interesse fornirebbero alle famiglie un margine per assicurarsi pagamenti rateali costanti anche in caso di aumento dei tassi di interesse, diluendo nuovamente l'impatto di quest'ultimo sui consumi.

Le famiglie potrebbero riuscire ad attenuare l'impatto ...

Qualora ritengano che il ribasso dei tassi di interesse sia permanente, le famiglie potrebbero decidere di aumentare il proprio indebitamento e/o la spesa per l'acquisto di abitazioni o quella per consumi di altro tipo. All'opposto, un rialzo permanente nel regime dei tassi colpirebbe inizialmente solo i mutuatari che non si sono avvalsi dell'opzione di rimborso anticipato: in assenza di quel margine, gli aumenti dei tassi determineranno un immediato incremento dei versamenti ipotecari e, pertanto, una riduzione pressoché equivalente dei consumi. Man mano che i tassi di interesse continuano a crescere, si riduce gradualmente il margine a disposizione delle famiglie e si accentua l'impatto sui consumi.

Visto lo spostamento verso il basso dei tassi di interesse nell'ultima decina d'anni, è plausibile che molte famiglie siano "in anticipo" con i pagamenti ipotecari (e che quindi si sia ridotta la durata media finanziaria dei relativi prestiti). Pertanto, in caso di un sensibile aumento dei tassi di interesse l'impatto sui consumi potrebbe essere inferiore rispetto a quanto non facciano ritenere le accresciute dimensioni del debito aggregato del settore. Ad attenuare questa possibilità vi è il fatto che negli ultimi anni molte famiglie hanno rifinanziato i mutui a condizioni più vantaggiose, approfittando in alcuni casi della riduzione dei tassi per accrescere il capitale mutuato, destinandolo soprattutto all'acquisto di un alloggio più grande.

Di conseguenza, nei paesi in cui prevalgono mutui ipotecari a tasso variabile l'espansione dell'indebitamento delle famiglie ha probabilmente accresciuto l'efficacia dell'azione monetaria. L'effetto potrebbe senz'altro essere grosso modo simmetrico. Tuttavia, i guadagni di efficacia saranno tanto

... ma la reattività alle variazioni dei tassi di interesse è maggiore

⁹ Miles (2003) analizza infatti alcune evidenze secondo cui le famiglie si attendono che per l'intera durata del mutuo il tasso variabile rimanga sui valori in vigore al momento della stipula, anche se questi sono ai minimi del ciclo.

minori quanto più le famiglie considereranno di fatto il tasso variabile alla stregua di un tasso fisso per tutta la durata del ciclo dei tassi di interesse.

Smobilizzi delle plusvalenze immobiliari

Maggiore tendenza alla monetizzazione del capitale immobiliare

Un aspetto della crescita dell'indebitamento nel settore famiglie che ha avuto un forte impatto sulla macroeconomia è stata la crescente tendenza a trarre liquidità dal valore delle abitazioni per finanziare consumi o acquisti di altre attività. Negli ultimi anni questo processo di monetizzazione del capitale immobiliare ha svolto un ruolo significativo nel sospingere i consumi in diversi paesi, in particolare Stati Uniti, Regno Unito, Paesi Bassi, Australia e Irlanda. Nei Paesi Bassi, dopo aver impartito un notevole impulso per diverso tempo, tale effetto ha di recente agito in senso inverso: negli ultimi due anni un sensibile calo nello smobilizzo delle plusvalenze immobiliari ha frenato l'economia in misura rilevante (De Nederlandsche Bank, 2003).

La monetizzazione del capitale immobiliare presso le famiglie può essere misurata dalla differenza tra l'indebitamento netto garantito da immobili residenziali e il costo della proprietà immobiliare. Quest'ultimo rappresenta la spesa tanto per l'acquisto di nuovi alloggi quanto per le migliorie a quelli esistenti (ristrutturazioni). Le famiglie estraggono liquidità dal valore del patrimonio immobiliare quando l'indebitamento eccede il costo, mentre immettono liquidità quando – viceversa – il costo supera l'indebitamento.

Più facile accesso alla liquidità immobiliare

La capacità delle famiglie di ricavare liquidità è stata considerevolmente rafforzata dalla maggiore disponibilità di strumenti quali le ipoteche di secondo grado, nonché dai minori costi di transazione connessi con tali strumenti. Alcuni prodotti permettono alle famiglie di ottenere un credito rotativo garantito dal valore dell'immobile. Grazie a ciò le famiglie sono maggiormente in grado di compensare temporanei cali di reddito e possono inoltre indebitarsi a migliori condizioni in previsione di un aumento dei redditi futuri offrendo la propria casa in garanzia, allentando significativamente i vincoli di liquidità¹⁰.

Il capitale monetizzato può essere utilizzato per diversi scopi: spesa per consumi di beni durevoli o non durevoli e servizi; rimborso di debiti di altro tipo; acquisizione di nuove attività (azioni, depositi bancari), ecc. Poiché i tassi di interesse applicati ai prestiti ipotecari sono in genere inferiori rispetto a quelli applicati su tutte le forme alternative di debito delle famiglie, queste sono fortemente 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 verrebbe altrimenti finanziato mutuando fondi a tassi nettamente più elevati di quelli ipotecari¹¹.

¹⁰ Si può discutere poi se un aumento dei prezzi delle abitazioni accresca o meno la ricchezza netta del settore delle famiglie. Un rincaro degli immobili residenziali incrementa la ricchezza dei proprietari esistenti, ma riflette parallelamente un aumento del costo implicito di locazione. Si verifica quindi un trasferimento di ricchezza all'interno del settore delle famiglie tra gli esistenti proprietari di case da un lato e gli affittuari e i futuri proprietari dall'altro. Il fatto che gli immobili residenziali possano anche essere offerti dalle famiglie sottoposte a pressioni di liquidità come garanzia di un prestito potrebbe spiegare perché di norma si osservi un effetto positivo sui consumi a fronte di un incremento del valore degli immobili.

¹¹ Utilizzando un concetto leggermente diverso di prelievo del capitale immobiliare, Canner et al. (2002) hanno stimato che nel 2001 e 2002 circa un quarto dei fondi estratti dal valore del

Nei paesi in cui è stata maggiormente diffusa, la monetizzazione di capitale immobiliare ha alimentato sia i consumi sia gli investimenti residenziali. In Australia si stima che abbia innalzato il reddito disponibile delle famiglie e, pertanto, la crescita dei consumi di circa 1 punto percentuale in ciascuno degli ultimi quattro anni (Reserve Bank of Australia, 2003a), mentre nel Regno Unito e negli Stati Uniti l'aumento dei redditi ha superato il 2% nel 2000 (Davey, 2001; Deep e Domanski, 2002)¹². Nei Paesi Bassi, viceversa, si stima che l'inversione di tale tendenza abbia ridotto la crescita dei consumi delle famiglie di circa 0,5 punti percentuali nel 2001 e nel 2002, dopo l'aumento di 1 punto nel 2000 (De Nederlandsche Bank, 2003).

La monetizzazione di capitale immobiliare alimenta il reddito disponibile e i consumi ...

Tuttavia, affinché la spinta sui consumi non si esaurisca è necessario che la quantità di capitale prelevato continui ad aumentare nel tempo. È questo il presupposto affinché prosegua la crescita dei consumi; se i livelli di smobilizzo si mantengono costanti, infatti, questa è destinata a calare all'attenuarsi del corrispondente impulso sul reddito.

Le recenti monetizzazioni del patrimonio immobiliare sono intervenute in un periodo di rialzi dei prezzi degli alloggi. Sebbene la quantità di capitale potenzialmente smobilizzabile sia tuttora considerevole, è altresì possibile che – in caso di stasi o calo dei prezzi – l'ammontare di liquidità monetizzata diminuisca o divenga addirittura negativo. Di conseguenza, la spinta sul reddito e sui consumi delle famiglie potrebbe calare, se non anche capovolgersi, qualora il settore rivalutasse le sue prospettive in materia di prezzi abitativi.

... ma può risentire di un rallentamento nella crescita dei prezzi abitativi

Conclusioni

L'aumento del debito delle famiglie verificatosi negli ultimi vent'anni rispecchia la risposta di queste ultime ai più bassi tassi di interesse e all'allentamento dei vincoli di liquidità. Tali dinamiche hanno probabilmente consentito alle famiglie di orientare maggiormente i consumi alle loro esigenze nell'arco del ciclo vitale. Tuttavia, l'accresciuto indebitamento ha accentuato la reattività del settore alle variazioni dei tassi di interesse, del reddito e dei prezzi delle attività. Ciò vale in particolare per quei paesi in cui prevalgono mutui ipotecari a tasso variabile, dove le famiglie sopportano il rischio di oscillazioni dei tassi ufficiali. Nei paesi dove sono preponderanti i mutui ipotecari a tasso fisso il settore delle famiglie è schermato dagli effetti diretti di una variazione dei tassi ufficiali, il cui rischio ricade invece sui detentori finali dei mutui cartolarizzati; l'impatto macroeconomico di un maggiore indebitamento sarà pertanto in certa misura attenuato. Se le banche centrali incorporassero nelle proprie decisioni di tasso di interesse quei maggiori effetti, l'ampiezza dei cicli dei tassi ufficiali potrebbe risultare – ceteris paribus – inferiore a quella passata.

patrimonio immobiliare statunitense attraverso il rifinanziamento di prestiti ipotecari è stato utilizzato per rimborsare altri debiti (anche se a tale scopo è stata destinata oltre la metà delle transazioni di rifinanziamento), il 16% è stato speso in consumi (tra cui beni durevoli come autoveicoli), il 10% è stato investito nel mercato azionario o in altri strumenti finanziari, il 10% in attività commerciali o altri beni immobiliari e un terzo è stato destinato a miglorie.

¹² Per una trattazione della recente esperienza statunitense, cfr. McConnell et al. (2003).

La crescita del debito delle famiglie non dovrebbe di per sé essere fonte di shock negativi per l'economia. La sua principale implicazione macroeconomica sarà piuttosto quella di ampliare gli shock di altra origine, specie quelli che incidono sui redditi, e in particolare aumenti della disoccupazione. I suoi effetti macroeconomici dipenderanno inoltre dalla distribuzione del debito all'interno del settore, ma le conoscenze al riguardo sono purtroppo meno diffuse.

Un fenomeno correlato è stato il maggiore ricorso al debito ipotecario da parte delle famiglie già titolari di un mutuo per finanziare i consumi sfruttando le plusvalenze immobiliari. Ciò ha contribuito a sostenere i consumi durante la recente fase contrattiva dell'economia mondiale. Tuttavia, come mostra l'esperienza dei Paesi Bassi, un rallentamento o un'inversione di tale tendenza – che potrebbero derivare da una minore crescita dei prezzi degli alloggi – possono anche esercitare un notevole impatto negativo sulla macroeconomia.

Riferimenti bibliografici

Ando, A. e F. Modigliani (1963): "The life-cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests", *American Economic Review*, vol. 53, pagg. 55–84.

Banca centrale europea (2003): *Structural factors in the EU housing markets*, marzo.

Bank of England (2002): "Structural factors affecting house prices", *Inflation Report*, agosto, pagg. 8–9.

Barnes, S. e G. Young (2003): "The rise in US household debt: assessing its causes and sustainability", *Bank of England Working Paper*, n. 206.

Blanchard, O. e L. Katz (1992): "Regional evolutions", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1992, n. 1, pagg. 1–61.

Borio, C. (1995): "The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison", *BIS Working Papers*, n. 24.

Canner, G., K. Dynan e W. Passmore (2002): "Mortgage refinancing in 2001 and early 2002", *Federal Reserve Bulletin*, dicembre, pagg. 469–481.

Davey, M. (2001): "Mortgage equity withdrawal and consumption", *Bank of England Quarterly Bulletin*, primavera, pagg. 100–104.

Decressin, J. e A. Fatas (1995): "Regional labor market dynamics in Europe", *European Economic Review*, vol. 39, n. 9, pagg. 1627–1655.

Deep, A. e D. Domanski (2002): "Mercato degli immobili residenziali e crescita economica: insegnamenti tratti dal boom delle operazioni di rifinanziamento USA", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 39–48.

De Nederlandsche Bank (2003): "Financial behaviour of Dutch households", *Quarterly Bulletin*, settembre, pagg. 39–50.

- Dynan, K., K. Johnson e K. Pence (2003): "Recent changes to a measure of U.S. household debt service", *Federal Reserve Bulletin*, ottobre.
- Financial Services Authority (2001): "Choosing a mortgage: report of a research review and qualitative research on the mortgage buying process", *Consumer Research* 8, giugno.
- Fondo monetario internazionale (2003): *Global Financial Stability Report*, settembre.
- Gardner, G., G. Pierre e A. Oswald (2001): *Moving for job reasons*, mimeo, Dipartimento di Economia, University of Warwick.
- Gjedrem, S. (2003): "Financial stability, asset prices and monetary policy", Central Bank of Norway, *Economic Bulletin*, luglio.
- Gruppo dei Dieci (2003): *Turbulence in asset prices: the role of micro policies*, rapporto del Contact Group on Asset Prices.
- HM Treasury (2003): "Housing, consumption and EMU", *EMU study*.
- Kearns, A. (2003): "Mortgage arrears in the 1990s: lessons for today", Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, *Quarterly Bulletin*, autunno.
- Macfarlane, I. (2003): "Do Australian households borrow too much?", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, aprile, pagg. 7–16.
- McConnell, M., R. Peach e A. Al-Haschimi (2003): "After the refinancing boom: will consumers scale back their spending?", Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, dicembre, pagg. 1–7.
- Miles, D. (1994): "Fixed and floating-rate finance in the United Kingdom and abroad", *Bank of England Quarterly Bulletin*, febbraio, pagg. 34–45.
- (2003): "The UK mortgage market: taking a longer-term view. Interim Report. Information, incentives and pricing", rapporto predisposto su richiesta del Tesoro britannico.
- Nickell, S. (2003): "Two current monetary policy issues", *Bank of England Quarterly Bulletin*, inverno.
- Reserve Bank of Australia (2003a): "Housing equity withdrawal", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, febbraio, pagg. 1–5.
- (2003b): "Household debt: what the data show", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, marzo, pagg. 1–11.
- Stevens, G. (1997): "Some observations on low inflation and household finances", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, ottobre, pagg. 38–47.
- Tucker, P. (2003): "Credit conditions and monetary policy", *Bank of England Quarterly Bulletin*, autunno.
- Wadhvani, S. (2002): "Household indebtedness, the exchange rate and risks to the UK economy", *Bank of England Quarterly Bulletin*, estate.