



## Comunicato stampa

Informazioni: +41 61 280 8188  
press.service@bis.org  
www.bis.org

Rif. n.:

8 marzo 2004

---

### **Rassegna trimestrale BRI Marzo 2004**

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due parti. La prima analizza gli sviluppi recenti che hanno caratterizzato i mercati finanziari, i flussi di finanziamento nei mercati bancario e dei titoli di debito, nonché l'attività in strumenti derivati. Nella seconda parte sono invece presentati quattro saggi monografici su questioni attinenti al mercato degli immobili residenziali. Il primo articolo esamina la relazione tra indebitamento delle famiglie e macroeconomia, mentre il secondo si incentra sulle determinanti delle dinamiche dei prezzi abitativi in alcuni paesi; segue quindi uno studio sulla coesistenza di picchi nei prezzi di azioni e abitazioni, per chiudere con un'analisi del mercato ipotecario danese, un mercato che – pur prevedendo facoltà di rimborso anticipato simili a quelle consentite negli Stati Uniti – non sembra registrare la connessa volatilità dei tassi a lungo termine.

### **Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali**

#### **La propensione al rischio spinge i mercati**

I mercati finanziari in tutto il mondo hanno inaugurato il nuovo anno proseguendo sulla scia dei formidabili guadagni segnati nel 2003. Se i miglioramenti nelle prospettive globali di crescita e nella situazione finanziaria delle imprese avrebbero giustificato un certo rialzo nei prezzi di azioni e obbligazioni, private e pubbliche, l'entità degli aumenti induce nondimeno a ritenere che un ulteriore slancio sia provenuto da una tenace propensione al rischio degli investitori, apparentemente impassibili persino di fronte alle nuove rivelazioni di illeciti societari.

Anche durante la corsa dei mercati azionari e creditizi i rendimenti pubblici e di swap hanno subito un calo. Gli investitori sui mercati del reddito fisso avrebbero spostato in parte la loro attenzione dalle prospettive di crescita globale all'assenza di pressioni inflazionistiche e al probabile orientamento della politica monetaria negli USA e nell'area dell'euro. A riprova forse dell'importante ruolo dei bassi tassi di interesse per il vigore degli altri mercati, a fine gennaio la modifica del linguaggio utilizzato dalla Federal Reserve circa l'indirizzo espansivo della politica monetaria ha condotto a un rialzo dei rendimenti, che ha temporaneamente frenato i mercati delle azioni e del credito.

## **Il mercato internazionale dei titoli di debito**

Nel *quarto trimestre* 2003 i collocamenti netti di titoli di debito internazionali hanno segnato il record storico di \$460 miliardi. L'aumento è riconducibile soprattutto all'impennata di obbligazioni, notes e commercial paper emesse da residenti dell'area dell'euro. La raccolta netta di istituzioni finanziarie e imprese ha segnato un recupero, cui si è contrapposto il calo delle emissioni governative. Con il quarto trimestre si chiude un anno di significativa espansione dei collocamenti denominati in euro, cresciuti in termini sia assoluti che relativi.

I collocamenti netti di debito internazionale effettuati da mutuatari di mercati emergenti sono rimasti cospicui, attestandosi su livelli mai toccati nell'ultimo trimestre dell'anno dal 1996. La facilità con cui questi mutuatari hanno potuto raccogliere fondi deriva con tutta probabilità dalla prosecuzione della corsa ai rendimenti da parte degli investitori sullo sfondo della continua discesa degli spread creditizi. La raccolta netta è aumentata sostanzialmente in Asia, grazie all'attività del governo e delle istituzioni finanziarie cinesi, mentre in Europa orientale essa è stata sospinta dal settore finanziario russo e dalle amministrazioni pubbliche polacche. In America latina sono stati invece i collocamenti di mutuatari brasiliani ad avere un ruolo di spicco.

## **I mercati degli strumenti derivati**

Il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI si è ulteriormente ridotto nel *quarto trimestre* 2003: rispetto al periodo precedente, il valore complessivo degli scambi di prodotti su tassi di interesse, indici azionari e valute è sceso del 7%, a \$207 trilioni. Le principali categorie di rischio di mercato hanno mostrato andamenti divergenti: la sostanziale flessione nel turnover dei derivati su tassi di interesse si è associata a una moderata crescita di quello su indici azionari e su valute. Al calo complessivo delle negoziazioni in strumenti a reddito fisso – la più ampia tra le principali categorie di rischio – hanno contribuito tanto i prodotti del mercato monetario quanto i contratti su titoli governativi.

Ciò nonostante, per l'insieme del 2003 il valore aggregato delle contrattazioni di derivati finanziari è cresciuto, a \$874 trilioni, con un aumento del 26% sull'anno precedente. Gli scambi sono stati intensi in tutte le principali categorie di rischio, e in particolare sull'esiguo comparto valutario, che dopo un lungo periodo di declino ha dato prova di notevole dinamismo.

## **Il mercato bancario internazionale**

Dopo l'ingente accumulo di fondi dei tre periodi precedenti, nel *terzo trimestre* 2003 il mercato interbancario internazionale ha subito una contrazione, che ha stralciato dai bilanci bancari circa un terzo dei recenti aumenti. Buona parte della flessione è dovuta alla minore attività interbancaria, che ha assecondato i nuovi prestiti al settore privato non bancario. Questi ultimi hanno rispecchiato in parte l'accresciuta domanda dei centri offshore, ma non sembra da escludere una maggiore richiesta di credito bancario da parte del settore societario.

Per quanto riguarda l'esposizione verso l'area emergente, le banche dichiaranti hanno proseguito nella ricomposizione dei portafogli a favore di attività più sicure, come dimostrano la maggiore incidenza dei crediti al settore pubblico e l'aumento delle attività con rating leggermente più elevato a scapito dei fondi diretti all'America latina. Inoltre, la crescita dei trasferimenti del rischio su base netta da talune regioni fa ritenere che le banche stiano cercando in misura crescente garanzie di terzi a copertura delle esposizioni verso i mutuatari emergenti.

## **Saggi monografici**

### **Indebitamento delle famiglie e macroeconomia**

Negli ultimi due decenni il debito delle famiglie è cresciuto in diversi paesi sviluppati; ciò induce a chiedersi se esso sia sostenibile o meno e, in quest'ultimo caso, quali implicazioni ne deriverebbero per la stabilità del sistema finanziario. Guy Debelle, economista della Reserve Bank of Australia in visita presso la BRI, riconduce tale crescita a due fattori: la minore incidenza del razionamento del credito derivante dalla deregolamentazione finanziaria dei primi anni ottanta e la riduzione dei tassi di interesse, in termini sia reali che nominali, al decrescere dell'inflazione negli ultimi vent'anni. Tali fattori hanno contribuito a un significativo allentamento dei vincoli di liquidità gravanti sulle famiglie. Secondo l'autore, la crescita dell'indebitamento che ne è risultata ha reso queste ultime più sensibili a shock di disoccupazione e ad aumenti dei tassi di interesse, specie in quei paesi dove sono maggiormente diffusi mutui ipotecari a tasso variabile.

### **Determinanti delle dinamiche dei prezzi abitativi**

Il comportamento dei prezzi delle abitazioni influisce sulle dinamiche del ciclo economico attraverso i suoi effetti sulla spesa aggregata. Tali prezzi incidono parimenti sulla performance del sistema finanziario esercitando un impatto sulla redditività e la solidità delle istituzioni finanziarie. Kostas Tsatsaronis e Haibin Zhu, entrambi della BRI, ricorrono a un comune schema di analisi empirica per esaminare le principali forze alla base dei prezzi aggregati degli alloggi in vari paesi industrializzati. Il risultato di maggior rilievo dell'analisi è la predominanza dell'inflazione quale determinante dei prezzi reali degli immobili residenziali, nonostante le marcate differenze nella struttura dei mercati nazionali. Un altro importante riscontro concerne l'effetto di retroazione dei prezzi abitativi sulla crescita del credito, che risulta più pronunciato in quei paesi dove la contabilizzazione delle ipoteche viene effettuata impiegando metodi di valutazione più sensibili al mercato. Ciò fa ritenere che le regole prudenziali potrebbero avere ripercussioni sul comovimento tra prezzi degli immobili residenziali e performance del sistema finanziario.

### **Picchi gemelli nei prezzi di azioni e abitazioni**

A tre anni circa di distanza dalla caduta dei mercati azionari, in molti paesi i prezzi degli immobili residenziali continuano a salire. Tale vigore appare alquanto inconsueto alla luce della passata esperienza, e solleva interrogativi circa la sostenibilità delle attuali tendenze: i prezzi degli immobili residenziali potrebbero cominciare a flettere da un momento all'altro? e, in caso affermativo, sono da attendersi cali consistenti? Al fine di chiarire tali questioni, Claudio Borio e Patrick McGuire della BRI esaminano l'evoluzione dei prezzi delle abitazioni su un campione di tredici paesi industriali a partire dai primi anni settanta, focalizzandosi in particolare sui nessi tra i più importanti picchi nei prezzi di azioni e abitazioni, sulle corrispondenti fasi di "boom and bust" e sulle condizioni del credito.

In base all'analisi dei dati storici, gli autori pervengono a tre conclusioni principali. In primo luogo, nel periodo 1970–1999 i picchi dei prezzi abitativi hanno tendenzialmente seguito quelli delle quotazioni azionarie, con un intervallo medio di circa due anni. Secondariamente, i movimenti dei tassi di interesse nominali a breve termine sembrano avere implicazioni significative per le dinamiche dei prezzi degli immobili residenziali, a sottolineare il ruolo della politica monetaria. Infine, il successivo calo dei prezzi degli alloggi avrebbe in certa misura seguito una dinamica autonoma, determinata in parte dalle caratteristiche della precedente espansione, segnatamente dalla sua entità e dal possibile accumulo di squilibri finanziari.

## **Il mercato ipotecario danese**

Nonostante l'esiguità delle sue dimensioni, il mercato ipotecario danese presenta un sorprendente grado di sofisticatezza. In Danimarca un contratto ipotecario standard permette di indebitarsi a lungo termine a tasso fisso e di effettuare rimborsi anticipati senza incorrere nel pagamento di penalità, opzione, quest'ultima, prevista anche dall'analogo contratto statunitense. La principale conseguenza di questo elemento opzionale dei due contratti è che gli investitori sono esposti al rischio di rimborso anticipato e, quindi, a quello di reinvestimento. Ciò nonostante, la performance del mercato danese non ha particolarmente risentito di ciò in periodi di intensa attività di rifinanziamento, durante i quali gli Stati Uniti mostrano invece la tendenza a una maggiore volatilità dei tassi di interesse a lunga.

In uno studio del mercato ipotecario danese, Allen Frankel e Jacob Gyntelberg della BRI, Kristian Kjeldsen della Danmarks Nationalbank e Mattias Persson della Sveriges Riksbank propongono due possibili spiegazioni delle differenze osservate tra il mercato danese e quello statunitense in periodi di forte attività di rifinanziamento. La prima spiegazione deriva dal fatto che gli istituti di credito ipotecario – sottoscrittori delle ipoteche danesi – non possono gestire il rischio di rimborso anticipato con le stesse modalità consentite ai loro omologhi USA. Di conseguenza, le esposizioni a tale rischio ricadono principalmente in capo agli investitori che perseguono strategie di "buy and hold". La seconda spiegazione risiede nella possibilità che il cambio fisso tra corona danese ed euro attenui la volatilità, poiché permette agli investitori in obbligazioni ipotecarie "callable" danesi di coprirsi a costi contenuti dal rischio di mercato facendo ricorso ai mercati in euro.