

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

Il connotato più significativo dei mercati finanziari globali nel 2002 è stato l'ulteriore calo di fiducia degli investitori. In un contesto già indebolito dal manifestarsi di irregolarità contabili nei bilanci societari e da un certo pessimismo circa la ripresa dell'economia, l'evento di maggior rilievo fra quelli che hanno turbato il funzionamento dei mercati è stato la rettifica dei risultati reddituali di WorldCom, una grande società di telecomunicazioni statunitense. Innalzando il premio al rischio sui mercati azionari, il deterioramento del clima di fiducia non solo ha contribuito a prolungare per il terzo anno la fase discendente dei corsi sui mercati mondiali, ma ha anche generato perdite superiori a quelle dei due anni precedenti. Gli investitori hanno tuttavia recuperato in parte le perdite nella primavera del 2003, quando i mercati azionari hanno segnato cospicui rialzi.

Il mercato delle obbligazioni private ha condiviso per qualche tempo la sfiducia che ha colpito quello azionario. A metà del 2002 gli spread creditizi sono balzati a livelli che non si registravano da oltre un decennio. Le sfavorevoli condizioni di finanziamento hanno concorso a determinare un calo pronunciato nella raccolta delle imprese nel secondo semestre dell'anno. L'attività di emissione è stata ulteriormente depressa dai tentativi del settore societario di rafforzare i bilanci e di correggere gli eccessi che erano andati accumulandosi durante la fase di forte espansione delle borse. Tali iniziative hanno favorito un ritorno di fiducia nei mercati del credito in un momento in cui gli investitori erano alla ricerca di rendimenti più elevati di quelli offerti dai titoli pubblici. Ne è conseguita una forte ripresa dell'attività sul mercato delle obbligazioni societarie verso la fine del 2002, protrattasi poi per buona parte della prima metà di quest'anno.

Nel periodo in esame la volatilità dei principali mercati finanziari si è propagata alle economie emergenti. La mutevole propensione al rischio degli investitori a livello mondiale è sembrata a tratti dominare gli andamenti dell'area, benché anche gli eventi politici locali abbiano svolto un ruolo rilevante. I paesi fortemente indebitati hanno perduto l'accesso ai mercati internazionali dei titoli di debito intorno alla metà dell'anno scorso, e i differenziali si sono ampliati anche per gli emittenti di qualità migliore. L'avversione per le attività con rating più basso si è notevolmente ridotta nella prima parte del 2003, allorché gli investitori sono tornati a ricercare più alti rendimenti. Nonostante ciò, sulle condizioni del credito hanno continuato a influire possibili ritardi nell'attuazione delle politiche annunciate.

I mercati degli immobili residenziali sono sembrati immuni da questa evoluzione globale. In molti casi i prezzi hanno mostrato una sorprendente tenuta a tre anni di distanza dal massimo storico delle quotazioni azionarie. In passato, infatti, i prezzi delle abitazioni tendevano a flettere circa due anni dopo un picco degli indici di borsa. All'epoca, tuttavia, le autorità monetarie avevano spesso fatto ricorso a un inasprimento delle condizioni del credito nell'intento di arginare le pressioni inflazionistiche. Per contro, data la recente moderazione della dinamica dei prezzi, le banche centrali hanno tagliato drasticamente i tassi ufficiali, sostenendo in tal modo i prezzi delle abitazioni.

Curve dei rendimenti e quadro macroeconomico

Gli investitori in strumenti a reddito fisso tendono ad annettere ai dati macroeconomici un'importanza maggiore di quella attribuita dai loro omologhi sui mercati azionari. A ogni importante annuncio economico gli operatori rivedono le loro valutazioni non solo sullo stato dell'economia mondiale, ma anche sulla possibile reazione delle banche centrali. Giacché gli investitori assumono posizioni improntate a ottimismo o a pessimismo in funzione di grandezze economiche non perfettamente osservabili, i movimenti del mercato possono esercitare sull'economia un influsso in certa misura indipendente. Sui mercati obbligazionari tali mutevoli percezioni sono ravvisabili soprattutto nelle curve dei rendimenti e dei tassi a termine nel comparto degli swap, divenuto sempre più il parametro di riferimento per i tassi d'interesse nelle maggiori economie.

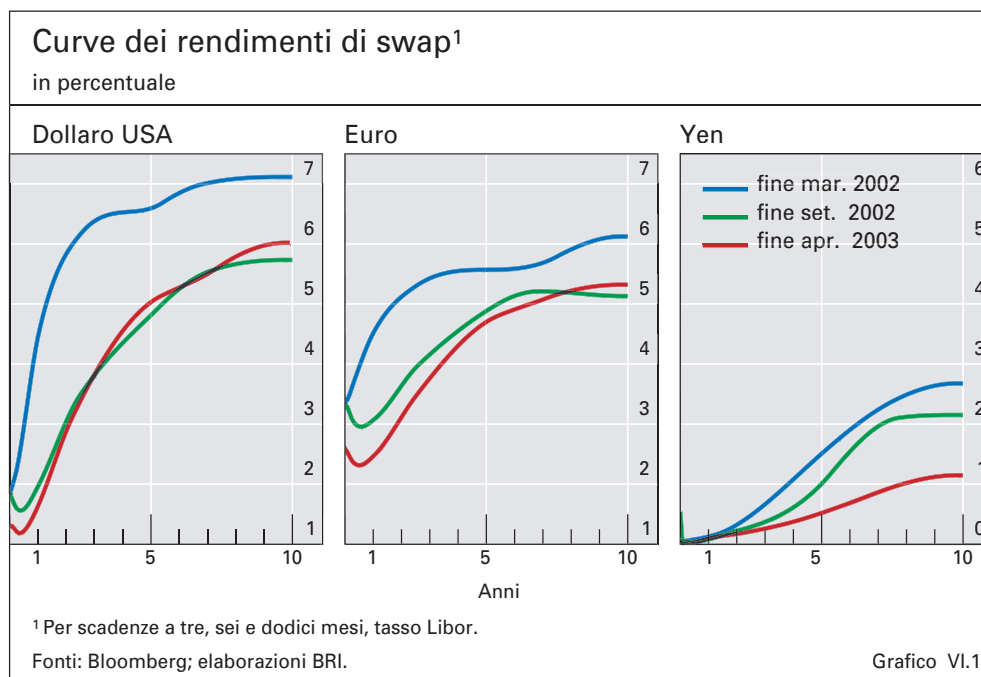
Le curve swap riflettono le aspettative sull'economia

Mutamenti nel clima di fiducia

Nel periodo in esame i mercati del reddito fisso hanno fatto registrare nette correzioni al ribasso dei prezzi in previsione di una crescita dell'economia. Durante tutto il 2001 e agli inizi del 2002 la pendenza delle curve di swap a termine ha continuato ad aumentare, a riprova dell'ottimismo circa un'imminente ripresa globale. Tuttavia, nell'aprile 2002 esse hanno cominciato ad appiattirsi nei segmenti del dollaro USA e dell'euro, e ciò ha segnato un'inversione di segno nella fiducia degli investitori circa il recupero della crescita. La loro inclinazione è rimasta calante nei sei mesi successivi (grafico VI.1), rispecchiando la costante erosione dell'ottimismo sulle prospettive economiche mondiali. Questo mutamento del clima di fiducia è tanto più degno di nota in quanto è intervenuto in un momento in cui l'attività si mostrava più robusta che in passato. Fra l'ottobre 2002 e il febbraio di quest'anno le curve sui mercati statunitensi ed europei si sono mantenute entro un margine ristretto. Per contro, in Giappone esse si sono abbassate in misura significativa durante il periodo anche a causa di ritardi nell'attuazione delle riforme finanziarie, che avrebbero ridotto la probabilità di una ripresa nel breve termine. In marzo il crollo dei prezzi petroliferi con l'inizio delle ostilità in Iraq è sembrato riportare un certo ottimismo sui mercati del reddito fisso, determinando un'accentuazione delle curve a termine.

Erosione dell'ottimismo nella prima parte del periodo sotto rassegna

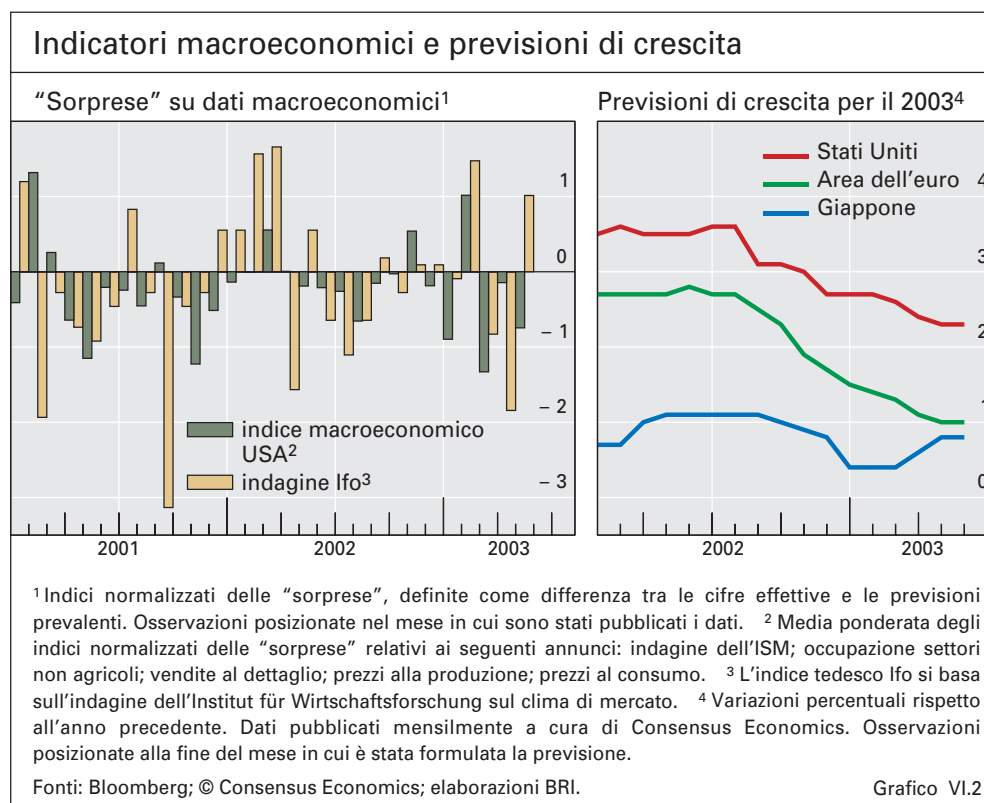
L'episodio appena descritto mostra la facilità con cui può cambiare il clima persino in un comparto, come quello obbligazionario, che si fonda su



dati macroeconomici. Nel mercato statunitense il mutamento pare essere stato innescato dai deludenti risultati nel settore dei beni durevoli, reso noto il 24 aprile 2002. Sebbene tale annuncio non sia di norma fra quelli più importanti per gli investitori a reddito fisso, questi ultimi erano in quel momento alla ricerca di segnali di un'accelerazione della spesa per investimenti delle imprese, ritenuta essenziale per la crescita dell'economia. Nelle reazioni agli annunci successivi sui dati macroeconomici, gli operatori sembrano aver prestato meno attenzione alle "sorpresa" positive che a quelle negative. Mentre nei mercati dell'euro la diffusione dei dati sull'economia americana è stata in genere seguita con interesse quasi pari a quello degli investitori statunitensi, lo sciopero indetto dal sindacato tedesco IG Metall agli inizi di maggio ha rappresentato con tutta evidenza una rilevante componente aggiuntiva del clima di mercato in Europa. In giugno e luglio gli indicatori macroeconomici più seguiti hanno confermato un indebolimento dell'economia mondiale. Solo allora gli economisti hanno cominciato a ritoccare al ribasso le loro previsioni di crescita (grafico VI.2). Sebbene il cambiamento nelle aspettative degli investitori si fosse in gran parte concluso già nel settembre 2002, la correzione verso il basso delle prospettive di sviluppo per Stati Uniti ed Europa è proseguita fino al marzo successivo.

Un altro fattore importante che ha inciso sulle aspettative degli investitori è stata la reazione delle autorità monetarie. Le maggiori banche centrali avevano abbassato in misura drastica i loro tassi ufficiali nel 2001 (Capitolo IV), e la percezione che l'orientamento della politica monetaria sarebbe stato sufficientemente espansivo pare essere stata la principale ragione di ottimismo degli investitori. Come evidenziato dalla relativa accentuazione delle curve a termine in prossimità del segmento a breve, agli inizi del 2002 prevaleva l'aspettativa che le autorità avrebbero ripreso a innalzare i tassi nei mesi successivi. Al venir meno dell'ottimismo, tuttavia, le curve hanno mostrato un

Un singolo indicatore all'origine dell'inversione di fiducia

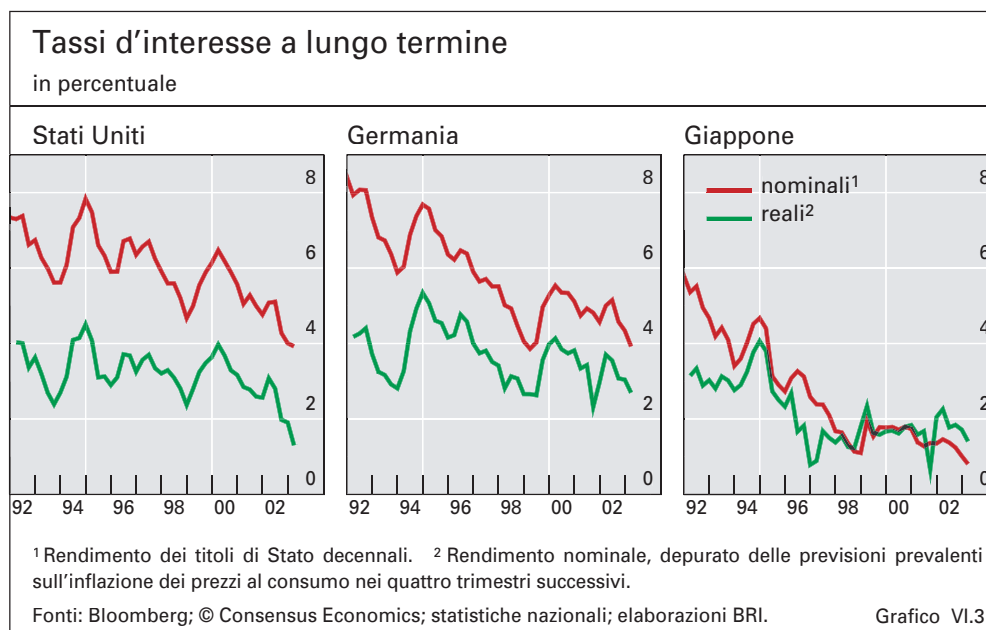


La Fed invia un segnale forte in novembre

livellamento sempre più marcato intorno alle scadenze brevi, indicando attese crescenti circa un nuovo allentamento delle condizioni creditizie. Nondimeno, si è dovuto attendere novembre, dicembre e gennaio perché rispettivamente la Riserva federale, la BCE e la Banca d'Inghilterra riducessero in sequenza i loro tassi ufficiali. La manovra sorprendentemente aggressiva della banca centrale statunitense in novembre ha costituito un segnale particolarmente forte della sua volontà di intervenire ulteriormente a sostegno degli obiettivi monetari fissati, anche in presenza di un tasso sui federal fund ormai al livello dell'1,75%.

Timori associati ai bassi rendimenti

Il conseguente calo dei rendimenti obbligazionari a livelli storicamente bassi ha dato luogo a un'inconsueta reazione emotiva del mercato. Quando agli inizi di ottobre i rendimenti a lungo termine erano scesi ai minimi degli ultimi 40 anni, taluni investitori avevano subito cominciato a temere il formarsi di una bolla speculativa. A quell'epoca, il rendimento sul bond decennale del Tesoro USA si situava al 3,56% e quelli sui corrispondenti titoli di Stato giapponesi erano ancora inferiori (grafico VI.3). Rispetto ai rendimenti a breve termine – agganciati ai tassi ufficiali –, quelli a lunga non apparivano peraltro incongrui, giacché sembravano incorporare probabili aumenti dei tassi del mercato monetario. La curva a termine derivata dai rendimenti USA, ad esempio, risultava in linea con un incremento dei tassi a breve di circa 100 punti base nei due anni successivi. Nondimeno, un breve periodo di vendite precipitose di titoli obbligazionari ha contribuito in ottobre a un rialzo dei rendimenti disgiunto dall'andamento delle grandezze macroeconomiche fondamentali.



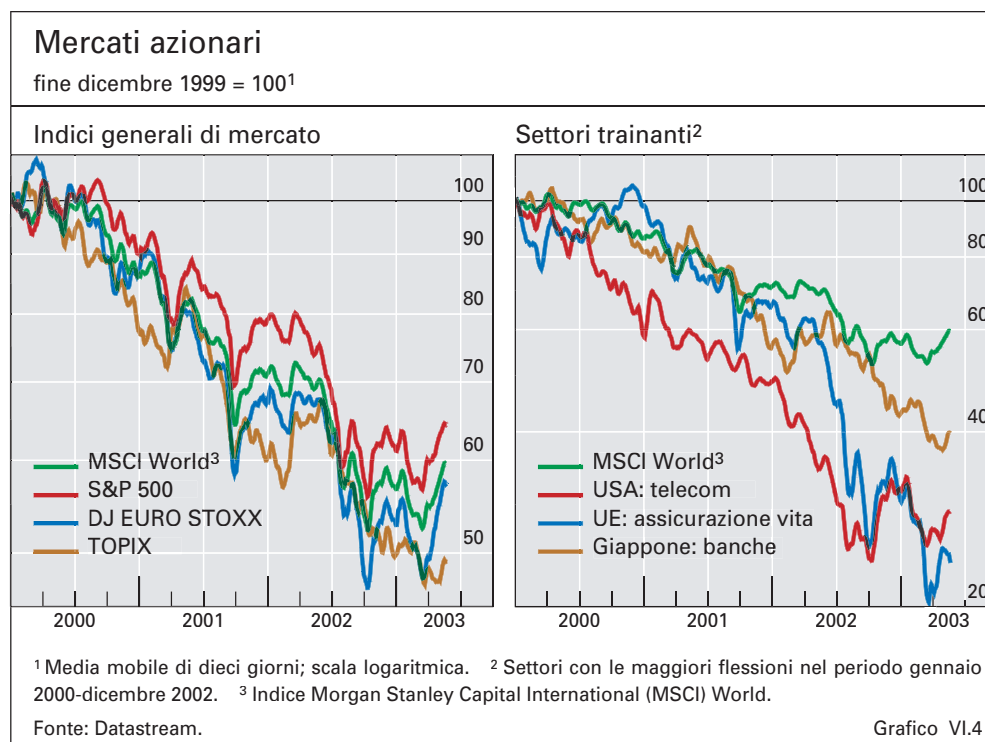
I bassi rendimenti hanno provocato una reazione inedita anche da parte di investitori abitualmente prudenti. Questi hanno mostrato una crescente propensione per i titoli più rischiosi come mezzo con cui spuntare maggiori rendimenti. Le disponibilità di titoli pubblici e di agenzie statali ad alto rating in un periodo di tassi decrescenti avevano fruttato loro utili eccezionalmente elevati. Tuttavia, fino allora i rendimenti obbligazionari erano scesi, in termini sia nominali che reali, a un livello tale da rendere improbabili ulteriori flessioni. Ciò ha indotto a ritenere che non fosse più possibile conseguire guadagni altrettanto elevati su strumenti di alta qualità. Specialmente verso la fine del periodo sotto rassegna, questa circostanza ha aumentato l'attrattiva dei titoli più rischiosi e remunerativi. Come si dirà più avanti, l'accresciuta propensione al rischio ha contribuito a un nuovo calo degli spread, consentendo ai prenditori societari e dei mercati emergenti di beneficiare di più favorevoli condizioni di raccolta.

I bassi tassi d'interesse scatenano una "corsa ai rendimenti" a livello mondiale

In tal modo, comprimendo i tassi a lunga più di quanto sarebbe altrimenti avvenuto, il pessimismo dei mercati del reddito fisso potrebbe aver di fatto contribuito alla crescita economica nel 2002. Questo effetto ha operato in parte attraverso la "corsa ai rendimenti", che ha favorito le emissioni di mutuatari privati e dei paesi emergenti, e in parte tramite l'influsso dei tassi d'interesse sui prezzi degli immobili residenziali, come verrà illustrato di seguito.

Mercati azionari

Gli investitori sui mercati azionari hanno dovuto misurarsi anche nel periodo in esame con le conseguenze degli eccessi che erano andati accumulandosi nel decennio precedente. A indurre una revisione delle valutazioni sarebbero stati non tanto gli annunci sui risultati economici delle singole imprese, quanto gli eventi che hanno intaccato la fiducia del mercato nelle prospettive del settore nel suo complesso. Agli occhi degli operatori hanno assunto



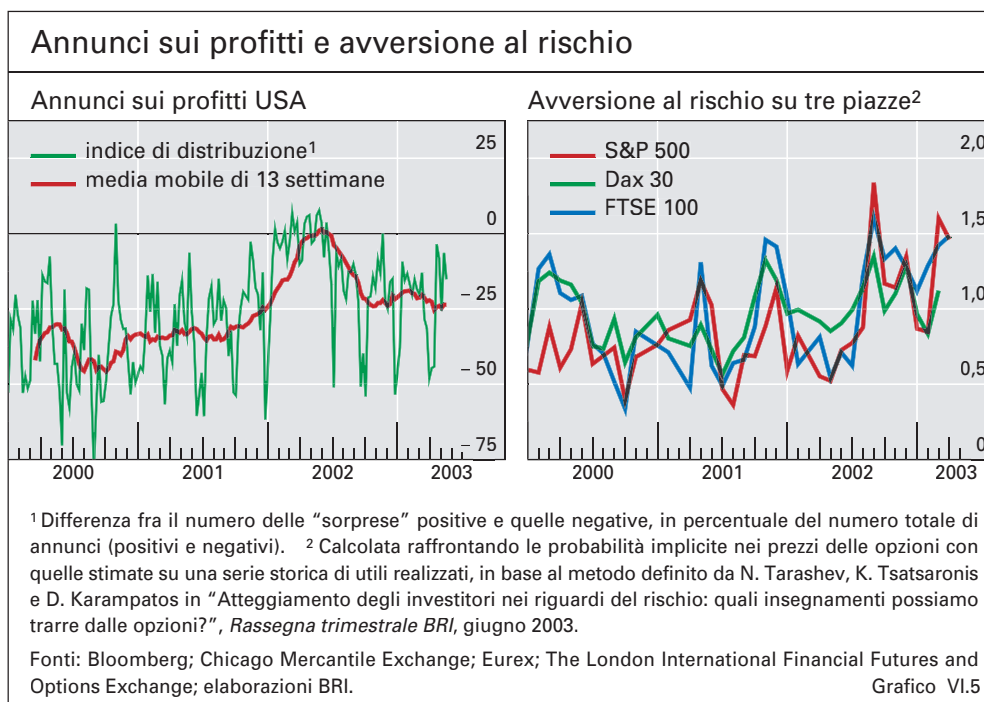
La generale perdita di fiducia non ha precedenti

particolare rilevanza le vicende che hanno messo in discussione la qualità delle informazioni fornite dalle società. Mai negli ultimi anni la correttezza delle procedure contabili e di segnalazione aveva suscitato tante perplessità. Altri eventi hanno contribuito al clima di incertezza riguardo alle dinamiche di fondo dell'economia. Ne è risultato un eccezionale crollo di fiducia a livello globale, rispecchiatosi in un brusco aumento dei premi al rischio sulle azioni e in un concomitante collasso delle quotazioni di borsa.

La caduta dei corsi azionari ha inflitto pesanti perdite agli investitori per il terzo anno consecutivo. Fra l'aprile 2002 e il marzo 2003 l'indice MSCI World ha ceduto il 23%, che è andato ad aggiungersi alla flessione del 31% registrata nel biennio precedente (grafico VI.4). Dal marzo 2000 tali perdite hanno ridotto la capitalizzazione di mercato di circa \$13 000 miliardi a livello mondiale, mentre l'indice S&P 500 è sceso del 45%, bruciando ricchezza per un ammontare pari alla metà del PNL statunitense nel 2000. In Europa e in Giappone il calo dei prezzi azionari è stato persino maggiore: il Dow Jones EURO STOXX e il TOPIX hanno perso rispettivamente il 52 e il 50%. Tuttavia, nel marzo 2003 la previsione di un conflitto di breve durata in Iraq ha sospinto i corsi azionari mondiali, e i favorevoli risultati sul versante dei profitti societari hanno prolungato i rialzi nei due mesi successivi, consentendo agli investitori di recuperare in parte le perdite subite.

Informativa e avversione al rischio

Ricerche accademiche nel campo della finanza hanno dimostrato che i prezzi azionari tendono a muoversi in funzione dell'atteggiamento degli investitori nei riguardi del rischio. Questa tesi trova particolare conferma nel periodo in esame, durante il quale i mercati hanno reagito più agli eventi che hanno



accentuato l'avversione al rischio che non alle informazioni sugli utili societari. I corsi azionari globali avevano ripreso a calare verso la fine del maggio 2002, anche se gli indicatori di profitto più seguiti segnalavano un miglioramento (grafico VI.5, diagramma di sinistra). Tale configurazione si spiega con il fatto che, a quell'epoca, l'avversione al rischio implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari (grafico VI.5, diagramma di destra) aveva cominciato nuovamente ad accentuarsi. In generale, come mostra il raffronto tra i grafici VI.4 e VI.5, i periodi segnati da forti cali dei prezzi azionari tendono a coincidere con picchi in questa misura dell'avversione al rischio.

Il periodo in esame è stato particolarmente ricco di eventi che hanno influito sull'avversione al rischio degli investitori. Proprio nel momento in cui i mercati sembravano riprendersi dalle rivelazioni che avevano condotto al fallimento di Enron nel dicembre 2001, una serie di contraccolpi è tornata a scuotere il clima di fiducia. A cavallo fra maggio e giugno 2002 le notizie in merito a nuovi attentati terroristici e le crescenti tensioni politiche fra India e Pakistan hanno innescato un'ondata di vendite sui mercati azionari. Tuttavia, l'evento che ha contrassegnato il periodo è stato la rettifica per \$3,8 miliardi della situazione contabile di WorldCom, una grande società statunitense di telecomunicazioni, resa nota il 25 giugno. Sebbene l'immediata reazione dei mercati non sia stata particolarmente drastica, essa è sembrata condizionare le risposte agli eventi successivi. Nel giro di pochi giorni, anche il produttore USA di macchine fotocopiatrici Xerox ha corretto i propri rendiconti finanziari, mentre la stampa francese divulgava la notizia che i profitti di Vivendi Universal, società operante nel settore dell'informazione, erano artificialmente gonfiati. Questi due avvenimenti hanno determinato il più accentuato declino bimestrale dei mercati azionari mondiali dal settembre 2001. Fra il 21 maggio e il 23 luglio 2002 l'indice MSCI World ha perso il 26%, tornando ai livelli del

Calo dei corsi azionari nonostante le migliorate prospettive dei profitti

L'evento esplicativo è la rettifica di WorldCom

1997. A metà gennaio 2003 anche gli eventi connessi con la guerra in Iraq hanno cominciato a pesare sui mercati: nelle cinque settimane successive le piazze statunitensi ed europee hanno lasciato sul terreno rispettivamente il 12 e il 14% della loro capitalizzazione di mercato.

Compagnie di assicurazione e banche

Sugli investitori dei mercati europei hanno inciso soprattutto le perdite subite dal settore assicurativo, che sembrano essere la principale ragione per cui gli indici azionari ampi in Europa hanno perso più terreno di quelli statunitensi. A differenza dei loro omologhi di oltreoceano, gli assicuratori europei avevano investito un'ingente quota delle loro attività in azioni, assumendo in pratica posizioni ad alto grado di leva sul mercato azionario. Di conseguenza, il diffuso ribasso degli indici di borsa nel periodo ha avuto un impatto amplificato sui prezzi delle azioni di queste società. Inoltre, a causa delle crescenti perdite sulle esposizioni azionarie, le disposizioni di vigilanza chiedevano spesso alle compagnie di liquidare le loro disponibilità. L'incertezza riguardo all'entità e alla scelta temporale delle vendite ha contribuito ad accentuare l'andamento ribassista del mercato nel suo insieme. Le negoziazioni basate essenzialmente su ordinarie esigenze di liquidità – ossia, non effettuate sulla spinta di informazioni ricevute – hanno condotto a movimenti eccessivi dei corsi sullo sfondo di incerti flussi di vendite. Episodi simili si erano verificati durante il crollo borsistico dell'ottobre 1987 e sui mercati obbligazionari in connessione con la vicenda di Long-Term Capital Management nel 1998.

Incerti flussi di vendite provocano cali eccessivi nei prezzi

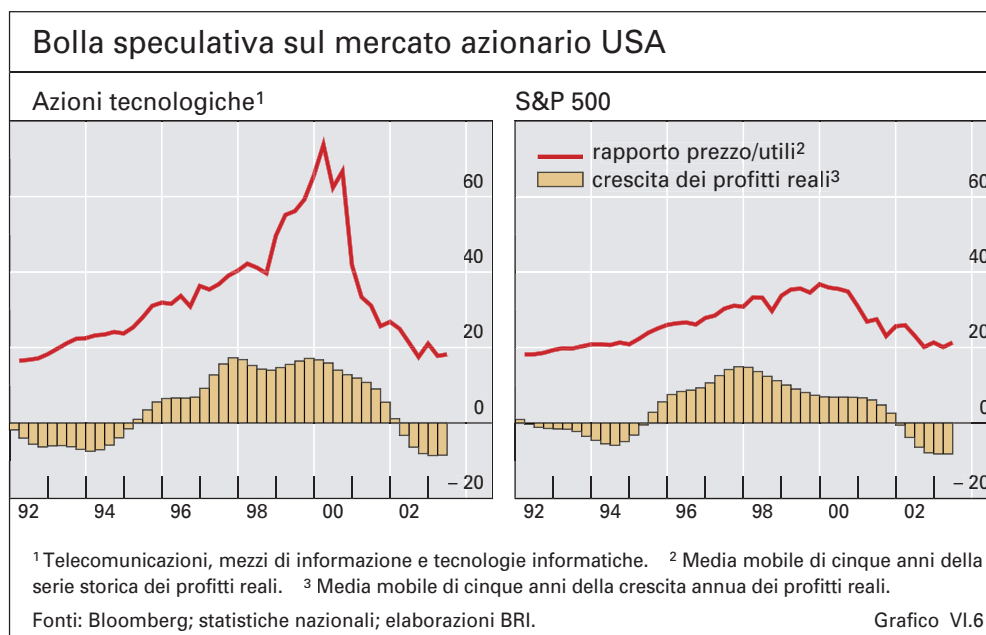
Sul clima di fiducia alla borsa di Tokyo ha influito il mutare delle aspettative circa le agognate riforme finanziarie. Nei mesi di settembre e ottobre, in particolare, gli investitori hanno oscillato tra due possibili scenari con implicazioni alquanto divergenti sui prezzi delle azioni. Secondo lo scenario allora favorito dal mercato, il governo avrebbe effettuato iniezioni di liquidità a favore delle banche in condizioni precarie, rilevandone i portafogli azionari. Nello scenario alternativo di "atterraggio duro", misure più stringenti avrebbero richiesto apporti di capitale tali da comportare in definitiva l'assunzione da parte del governo della gestione diretta delle banche. Il primo scenario è apparso più verosimile il 18 settembre, quando la Banca del Giappone ha reso nota la propria intenzione di acquistare le azioni societarie detenute dalle banche; quel giorno l'indice Nikkei 225 ha guadagnato il 2%. Il 30 settembre, tuttavia, con la nomina di un sostenitore di drastiche riforme a capo del ministero per i servizi finanziari, ha prevalso lo scenario alternativo; ne è conseguito un crollo dell'indice dell'11% nei dieci giorni seguenti.

La Banca del Giappone annuncia un piano per l'acquisto di azioni

Valutazioni e protratto esaurirsi della bolla speculativa

Il persistente declino delle quotazioni di borsa durante gli ultimi tre anni può essere visto come il lento sgonfiarsi della bolla speculativa nei mercati azionari. La lentezza di questo processo fa ritenere che gli investitori disponessero di scarse informazioni sulle grandezze economiche fondamentali, in base alle quali avrebbero potuto agire in maniera più risoluta. Come già osservato, in un siffatto contesto il clima di mercato svolge un ruolo di maggiore rilevanza. Le perdite di fiducia sono intervenute in momenti e settori

Una carenza di informazioni all'origine del protrarsi della caduta dei corsi



diversi, e sono state spesso scandite da eventi inattesi. In un primo momento, gli investitori si erano mostrati scettici sulla capacità del settore dell'alta tecnologia di mantenere elevati tassi di crescita dei profitti (grafico VI.6), e ciò ha determinato una caduta dei listini azionari. A metà del 2002 la rettifica degli utili di WorldCom ha prodotto un effetto analogo nel comparto delle telecomunicazioni, che ha depresso le quotazioni del mercato più in generale. Tuttavia, poiché gli operatori tendevano a sottoporre un settore per volta alla revisione delle proprie valutazioni, il mercato nel suo insieme non ha subito un tracollo immediato.

Il rapporto prezzo/utigli fornisce un'indicazione sulla possibile durata della fase discendente. Il generalizzato rialzo delle borse nel marzo 2003 ha spinto le valutazioni azionarie ulteriormente al di sopra dei livelli storici. Utilizzando una media mobile di cinque anni per i profitti, il rapporto prezzo/utigli dell'indice S&P 500 sfiorava in marzo i 22 punti, ben oltre la media di 17 registrata nel periodo 1961-95. Giacché questa modalità di calcolo presuppone che gli utili convergano verso il valore medio quinquennale, essa tende a sovrastimare le valutazioni correnti nel caso in cui la crescita dei profitti acceleri nel passaggio da una fase recessiva a una di ripresa. In realtà, gli analisti prevedono un sostenuto aumento degli utili che, se incorporato nel calcolo, abbasserebbe il rapporto a 16. Tuttavia, in passato questo tipo di previsioni si è sistematicamente rivelato troppo ottimistico.

Mercati creditizi

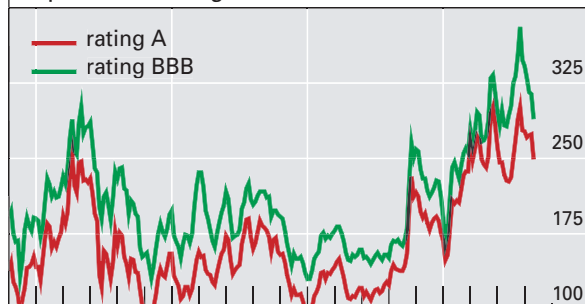
Il comparto delle obbligazioni societarie, che in passato aveva mostrato una buona tenuta, ha condiviso la perdita di fiducia diffusasi sui mercati azionari intorno alla metà dello scorso anno. Per quasi tutto il 2001 e i primi mesi del 2002 il mercato creditizio era stato il punto di forza del sistema finanziario globale, e i differenziali sui titoli delle imprese di qualità bancaria, per quanto

La perdita di fiducia si propaga al mercato delle obbligazioni societarie ...

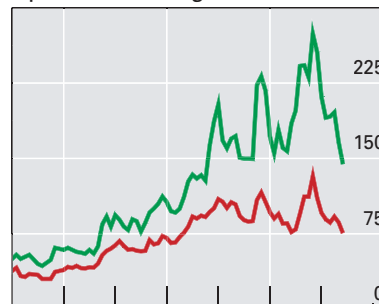
Spread e rendimenti su obbligazioni societarie

medie mensili, in punti base¹

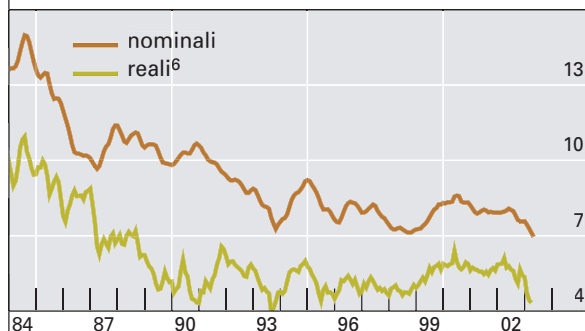
Spread su obbligazioni in dollari USA^{2, 3}



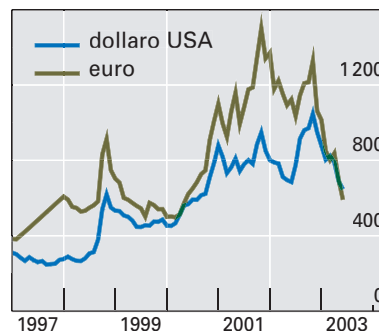
Spread su obbligazioni in euro⁴



Rendimenti di obbligazioni BBB in dollari USA^{2, 5}



Spread su obbligazioni ad alto rendimento⁴



¹ Diagramma in basso a sinistra, in percentuale. ² Rendimenti societari a lungo termine elaborati da Moody's. ³ Rispetto ai rendimenti del Treasury bond decennale. ⁴ Spread statici ("option-adjusted") sui titoli di Stato elaborati da Merrill Lynch per gli indici obbligazionari privati. ⁵ Medie mobili di tre mesi. ⁶ Rendimento nominale depurato delle previsioni prevalenti sull'inflazione dei prezzi al consumo USA nei quattro trimestri successivi.

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; Moody's; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

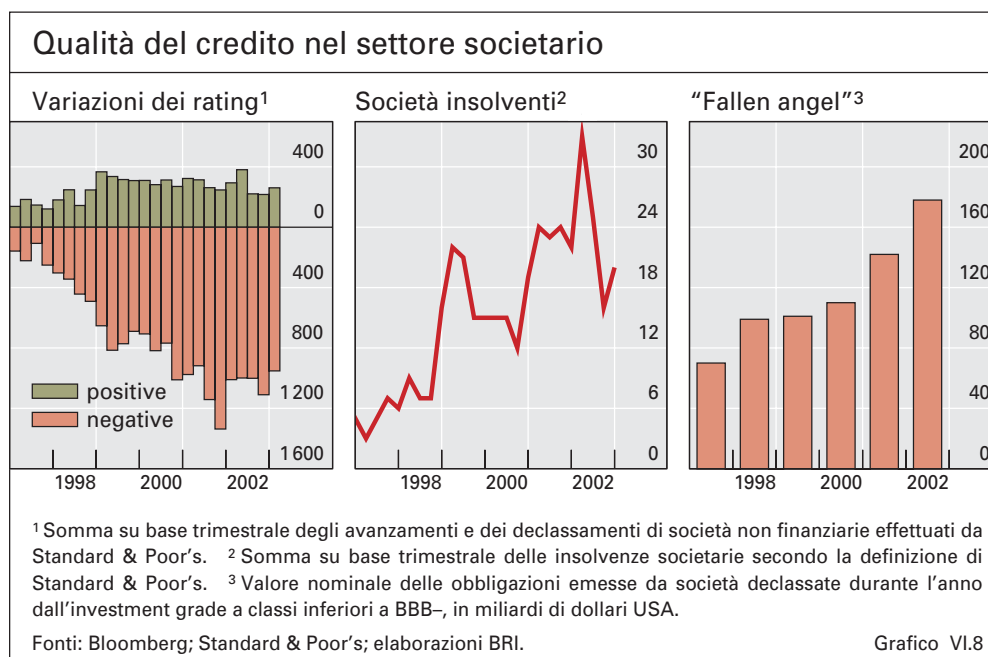
Grafico VI.7

ampi, erano rimasti piuttosto stabili anche durante la caduta dei listini azionari. Tra la fine di giugno e la metà di ottobre 2002, tuttavia, sui mercati obbligazionari di Stati Uniti ed Europa si sono verificati gravi episodi di tensione, che hanno visto estromettere la quasi totalità degli emittenti a più basso rating. Lo spread medio ponderato fra obbligazioni societarie USA a 7-10 anni con rating BBB e titoli di Tesoro di pari scadenza si è ampliato di 130 punti, rasentando il massimo di 400 punti base. In Europa si è osservata una dinamica analoga (grafico VI.7). Era dalla crisi finanziaria mondiale del 1998 che non si assisteva a un aumento degli spread creditizi così ampio e rapido, e da cinquant'anni che i differenziali a tripla B non toccavano livelli simili. Il successivo recupero dei mercati creditizi è stato altrettanto sensazionale.

Un'estate all'insegna di perturbazioni

Paradossalmente, la corsa alle vendite sul mercato delle obbligazioni private è intervenuta in un momento in cui il merito di credito delle imprese non finanziarie dava segno di stabilizzarsi, se non anche di migliorare. L'incidenza dei declassamenti aveva toccato il massimo sul finire del 2001, per cominciare poi a calare lo scorso anno (grafico VI.8). I tassi di inadempienza degli emittenti

... nonostante i segni di miglioramento degli indicatori economici



provvisi di rating hanno mostrato la stessa dinamica. Considerato che i margini di profitto erano leggermente aumentati negli Stati Uniti e nel Regno Unito e, in minore misura, nell'area dell'euro e in Giappone (Capitolo II), e che le società avevano iniziato a rafforzare i loro bilanci (si veda oltre), i "fondamentali" dell'economia non sembrano, da soli, poter giustificare l'aumento degli spread creditizi intervenuto a metà del 2002.

Invero, il nesso fra indicatori macroeconomici – specie le perdite attese per insolvenza – e spread creditizi è sempre piuttosto labile. I differenziali in genere sono un multiplo del valore implicito nelle perdite attese per insolvenza (grafico VI.9). A basse frequenze, come quelle annuali, i differenziali tendono a muoversi nella stessa direzione delle sottostanti probabilità di insolvenza; a frequenze più elevate, viceversa, la variabilità degli spread risulta molto più elevata di quella delle probabilità stimate, indipendentemente dal fatto che queste siano derivate da misure stabili come i rating creditizi o volatili come i prezzi azionari. Tra le varie imprese, inoltre, la tendenza ad assumere una dinamica convergente appare più marcata per i differenziali che non per le probabilità di insolvenza.

Un importante fattore alla base della maggiore variabilità e correlazione degli spread creditizi sono i mutamenti nell'avversione al rischio degli investitori. Questi ultimi richiedono evidentemente un premio al rischio ben superiore alle perdite presunte a fronte di insolvenze, per compensare forse la difficoltà di diversificare rischi comportanti basse probabilità di pesanti perdite, che si traduce in pratica in un'incertezza sul momento in cui si produrrà l'insolvenza e sull'entità delle eventuali perdite. Tale premio può variare indipendentemente dalle oscillazioni degli indicatori macroeconomici. Ad esempio, potrebbe cambiare nel tempo la sottostante propensione al rischio degli investitori o, in alternativa, una diversa composizione degli operatori di mercato potrebbe alterare il grado effettivo di avversione degli investitori. In

Debole nesso fra spread creditizi e probabilità di insolvenza

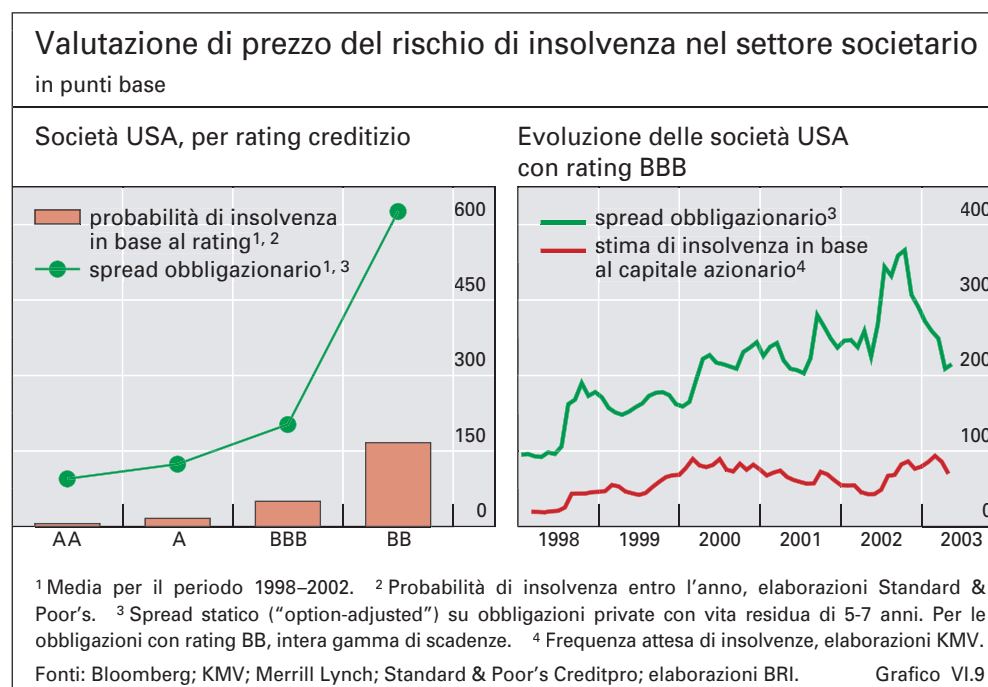
conclusione, i sistemi di gestione del rischio possono determinare scelte operative molto simili a quelle dettate da un'accresciuta avversione al rischio.

Analogamente ai mercati azionari, il premio al rischio richiesto sui mercati creditizi si è fortemente innalzato a metà del 2002. Il ricalcolo del rischio di credito ha interessato in modo particolare società declassate, quali WorldCom e Alcatel, produttore francese di sistemi di telecomunicazione, il cui rating era sceso dall'investment grade al disotto di BBB-. Fra le società più pesantemente coinvolte rientravano anche mutuatari esposti a possibili declassamenti, come ad esempio Ford e Tyco, il conglomerato con sede nelle Bermuda. I differenziali di queste società hanno talvolta registrato spirali al rialzo allorché gli investitori si sono orientati verso titoli i cui rating erano ritenuti meno esposti a declassamenti.

La riparametrazione del rischio è stata indotta dalle eccezionali perdite sui portafogli di titoli declassati. In particolare, la vicenda WorldCom aveva reso gli operatori più cauti nell'esporsi in misura rilevante verso società già declassate o in procinto di esserlo. Gli investitori che in maggio avevano acquistato obbligazioni WorldCom dopo l'abbassamento del suo rating a BB confidando in rendimenti elevati, e che in giugno avevano subito pesanti perdite in seguito alla rettifica contabile del colosso statunitense, sono divenuti riluttanti a lanciarsi nell'acquisto di titoli emessi da altre società declassabili. Nel contempo, gli investitori istituzionali – i cui mandati impongono spesso restrizioni alla disponibilità di titoli obbligazionari non di qualità bancaria – hanno anch'essi ridimensionato i loro portafogli a rischio.

Ad aggravare gli squilibri fra domanda e offerta di titoli a basso rating è stato il volume stesso del debito declassato lo scorso anno. Tra i principali emittenti statunitensi ed europei di obbligazioni private figuravano diversi "fallen angel" o imprese suscettibili di diventare tali. La sola WorldCom era indebitata per \$30 miliardi. Nel 2002 sono stati declassati alle categorie ad alto

Le ingenti perdite su titoli declassati portano a un ricalcolo del rischio di credito



rendimento o a rischio di insolvenza titoli investment grade per un totale di quasi \$180 miliardi, pari a un quarto delle consistenze di obbligazioni della classe "speculativa" in essere alla fine dell'anno (grafico VI.8).

Altro motivo di tensione sui mercati creditizi a metà del 2002 sono stati i timori circa l'insufficiente finanziamento delle passività previdenziali. Il calo dei corsi azionari iniziato nel 2000 aveva inflitto pesanti perdite ai gestori di fondi pensionistici a prestazione definita, che avevano investito in azioni un'ampia quota dei loro portafogli (Capitolo VII). Nell'ottobre 2002 Standard & Poor's ha abbassato il rating di diverse società statunitensi anche a causa dell'entità del sottofinanziamento dei loro programmi pensionistici, e la stessa sorte è toccata agli inizi di quest'anno ad alcune imprese europee con problemi simili.

Gli emittenti societari cominciano a ristrutturare i bilanci

Dalla metà di ottobre 2002 si è assistito a un generale miglioramento nelle condizioni del credito. I prezzi delle obbligazioni di qualità bancaria e ad alto rendimento hanno continuato a salire nonostante le correzioni al ribasso dei corsi azionari nei primi mesi del 2003. Gli spread sui titoli delle società statunitensi con tripla B sono calati di 130 punti base nell'ultimo trimestre 2002, e di ulteriori 70 punti nei primi quattro mesi di quest'anno.

Forte recupero dei mercati creditizi a partire dall'ottobre 2002 ...

Così come l'aumento del premio al rischio richiesto dagli investitori sui mercati creditizi era stato all'origine di buona parte dell'ampliamento degli spread, il calo di tale premio ha concorso in ampia misura alla loro flessione iniziale. L'ascesa dei mercati dei titoli di debito è stata trainata da alcuni "fallen angel" i cui differenziali avevano in precedenza registrato forti rialzi. Attirati dai bassi corsi, gli investitori hanno sottoscritto titoli di imprese con attività smobilizzabili o con promettenti piani di ristrutturazione. In novembre l'OPA lanciata da HSBC su Household International – grande società statunitense operante nel credito al consumo, che all'epoca aveva incontrato difficoltà nell'accesso ai mercati dei capitali – ha contribuito a rafforzare la fiducia degli investitori nelle prospettive di altre imprese con analoghi problemi di finanziamento.

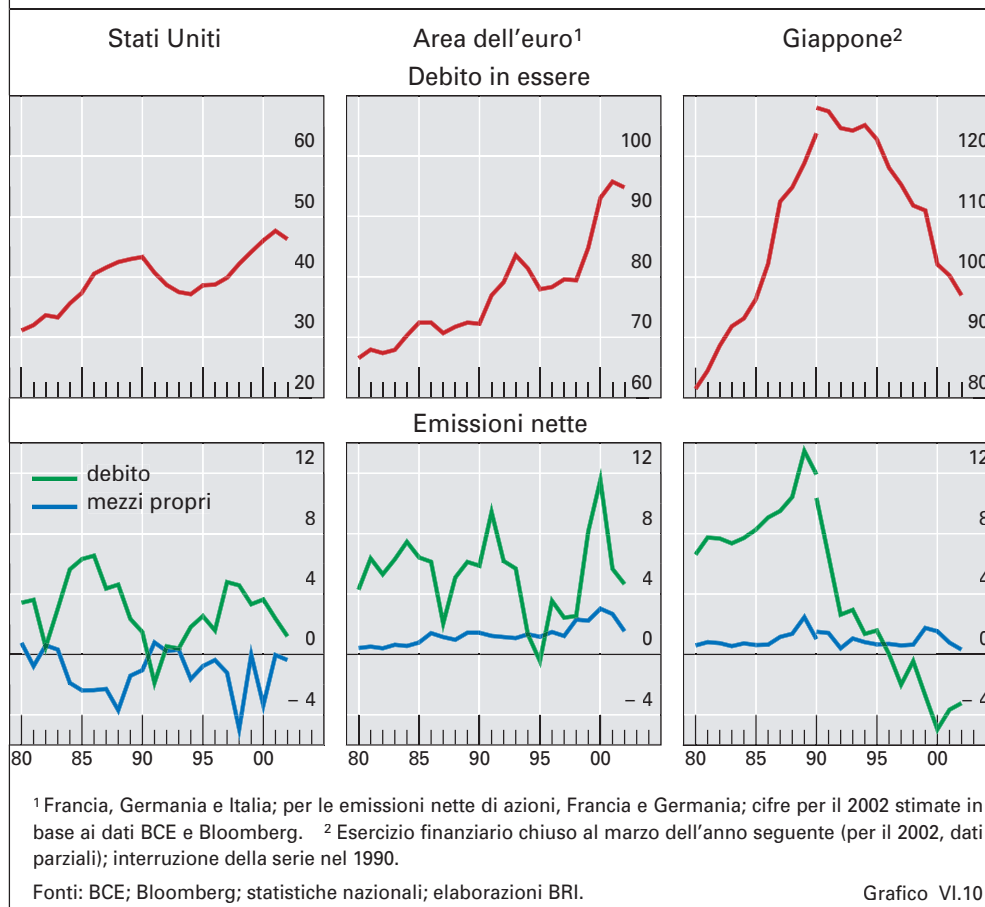
Il riconoscimento dei progressi compiuti dalle aziende nel ristrutturare i bilanci ha protratto nel corrente anno la fase rialzista dei mercati creditizi. Le società avevano avviato tale processo di consolidamento già nel 2001, operando tuttavia più una ricomposizione che non un ridimensionamento delle passività. In particolare, esse avevano allungato la durata del debito in modo da diminuire la loro esposizione al rischio di liquidità. Inoltre, i tagli apportati agli investimenti in beni capitali avevano concorso a stabilizzare i livelli di indebitamento dei settori societari di Stati Uniti ed Europa, dopo diversi anni di forti aumenti (grafico VI.10). Le società statunitensi avevano altresì provveduto a ridurre i riacquisti di azioni proprie che, sul finire degli anni novanta, erano cresciuti in misura sensibile.

Nel 2002 il processo di ristrutturazione ha cominciato ad accelerare. Le imprese che avevano aumentato il ricorso al capitale di prestito negli anni di forte crescita, sia per acquisire attività nel frattempo notevolmente deprezzate sia per riacquistare azioni a prezzi inflazionati, hanno intensificato

... grazie al consolidamento dei bilanci societari

Indebitamento delle società non finanziarie

in percentuale del PIL nominale



gli sforzi volti a consolidare i bilanci. A causa delle difficoltà incontrate nel rifinanziamento delle passività in scadenza a fronte di una domanda fortemente ridotta dei loro titoli, le maggiori società declassate sono state quelle che si sono spinte più avanti nei programmi di ristrutturazione. In conseguenza delle minori richieste di fondi e della virtuale chiusura del mercato delle obbligazioni societarie a metà del 2002, le emissioni nette delle imprese statunitensi sono scese lo scorso anno al livello più basso da quasi un decennio, pur rimanendo di segno positivo. La raccolta delle società europee è parimenti rallentata. In Giappone gli emittenti privati hanno continuato a rimborsare il debito, proseguendo una tendenza iniziata dieci anni prima.

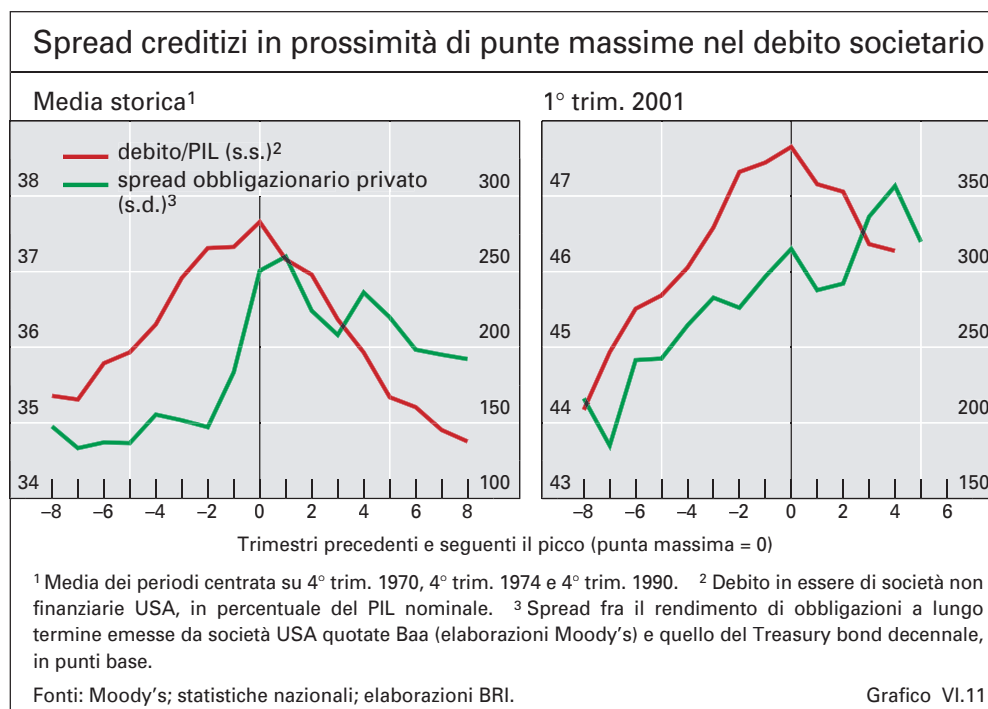
Le società che desiderano consolidare i bilanci tendono di norma a raccogliere capitale azionario, ma la lunga fase di ribassi delle borse ha reso questa modalità di finanziamento assai poco attraente. Conseguentemente, a differenza del precedente periodo di riduzione del grado di leva finanziaria nei primi anni novanta, nel 2002 le emissioni nette di azioni sono rimaste deboli (grafico VI.10). Ciò non ha di fatto impedito ad alcune società di rivolgersi ai mercati azionari. Diverse compagnie assicurative europee hanno emesso warrant che conferivano agli azionisti il diritto di aggiudicarsi nuove azioni a un prezzo fortemente scontato. Agli inizi del 2003 le banche giapponesi hanno emesso nuove azioni ordinarie e privilegiate, in parte a favore di entità

collegate (Capitolo VII). Fra queste operazioni figura la più ingente offerta di azioni ordinarie mai lanciata da un'impresa privata in Giappone e la prima effettuata da una banca nipponica dagli anni ottanta. Altre società hanno inoltre collocato obbligazioni convertibili rimborsabili unicamente contro titoli azionari.

Gli investitori sono stati dapprima esitanti a premiare gli sforzi delle società impegnate nella riduzione del capitale di prestito. In netto contrasto con passati episodi di ristrutturazioni societarie, nel 2002 gli spread creditizi hanno continuato ad ampliarsi anche dopo che la tendenza ascendente della leva finanziaria era stata invertita (grafico VI.11). Si è dovuto attendere quasi un anno dal picco del rapporto debito/PIL del settore societario USA perché gli investitori cominciassero a ricalcolare il rischio di insolvenza e a ridurre le corrispondenti aspettative di perdita.

Visto il crollo ai minimi storici dei rendimenti su obbligazioni di Stato e altri titoli ad alto rating fra l'ultima parte del 2002 e gli inizi del 2003, gli investitori alla ricerca di maggiori guadagni sono sembrati disposti ad aumentare la loro esposizione al rischio di credito, confortati anche dalle aspettative di un ulteriore miglioramento del merito di credito delle imprese. Qualora tali aspettative dovessero dimostrarsi troppo ottimistiche, la fase rialzista dei mercati creditizi potrebbe interrompersi. Le misure del rischio di inadempienza derivate dai prezzi azionari restano elevate per i settori non finanziari di Stati Uniti ed Europa, a riprova della perdurante debolezza dei bilanci societari (grafici VI.9 e VII.2). Oltre a ciò, i livelli di debito delle imprese statunitensi e, soprattutto, europee continuano ad essere alti se rapportati alla dimensione dell'economia. Vero è che rendimenti nominali eccezionalmente bassi concorrono a rendere gestibili i costi del servizio del debito. Tuttavia, se depurati della componente inflazionistica, tali rendimenti non si situano molto al disotto

Il debito delle imprese resta su livelli elevati



della media 1990–2000 (grafico VI.7), o sono persino maggiori per quei settori, come il manifatturiero, dove i prezzi alla produzione stanno calando. Ne consegue che, per talune imprese, gli attuali livelli debitori potrebbero creare difficoltà nel più lungo periodo.

Derivati su crediti e integrazione dei mercati

In aggiunta ai fattori ciclici sopra menzionati, l'evoluzione dei mercati dei titoli di debito nel periodo in esame è stata contrassegnata da mutamenti di natura strutturale. I mercati creditizi e azionari sono oggi più integrati che in passato, e altrettanto può dirsi per alcuni segmenti all'interno degli stessi mercati creditizi. Se da un lato l'integrazione migliora il processo di formazione dei prezzi, facilitando il loro adeguamento nei diversi mercati finanziari in funzione di nuove informazioni, dall'altro essa rischia di creare nuove vulnerabilità.

Il crescente impiego di modelli per la valutazione del rischio di credito contribuisce a rafforzare il legame tra prezzi obbligazionari e corsi azionari. Sono attualmente allo studio modelli per il rischio creditizio costruiti sulla scorta di quelli quantitativi adottati dalle istituzioni finanziarie per la gestione del rischio di tasso. I modelli più diffusi ricalcano l'approccio strutturale proposto per primo da Robert Merton nel 1974, secondo cui si ha insolvenza nel momento in cui il valore delle attività di un'impresa scende al disotto dell'ammontare nominale del suo debito. In tali modelli, il processo che conduce all'insolvenza di un'impresa dipende esplicitamente dal livello delle sue passività, nonché dal valore di mercato e dalla variabilità dell'attivo. Per stimare quest'ultima, gli operatori utilizzano in genere come proxy la volatilità delle azioni, introducendo così un ulteriore effetto di retroazione dei mercati azionari su quelli del credito.

Tali effetti di retroazione sono stati particolarmente pronunciati a metà del 2002 a causa dell'accresciuta presenza degli hedge fund sui mercati dei titoli di debito. La tendenza degli investitori istituzionali a concentrarsi sui valori a più alto rating ha lasciato scoperti taluni segmenti di mercato sui quali le strategie di investimento e le prassi di gestione del rischio dei fondi speculativi hanno esercitato un influsso crescente. A differenza degli investitori istituzionali, gli hedge fund misurano l'affidabilità creditizia valendosi non tanto dei rating, quanto di modelli di pricing del rischio di credito.

I legami tra i prezzi del credito e delle azioni sono stati rafforzati anche dallo sviluppo di meccanismi per il trasferimento del rischio creditizio, e in particolare dai mercati degli strumenti derivati. Prima della nascita di questi strumenti, i mercati del credito figuravano tra quelli meno liquidi. Le emissioni di obbligazioni private sono spesso di taglio modesto; prevedono in molti casi opzioni o altre caratteristiche peculiari che ne rendono complessa la tariffazione; sono difficili da sottoscrivere e, quindi, da vendere allo scoperto in previsione di un ampliamento degli spread, con il risultato che – una volta acquisite dagli investitori istituzionali – tendono a essere scarsamente negoziate sui mercati secondari. Di conseguenza, in passato le variazioni dei prezzi delle obbligazioni societarie erano spesso determinate da fattori temporanei o idiosincratici. Ciò ha innalzato i costi dell'utilizzo di tali titoli a fini speculativi o di gestione del rischio.

Nuovi modelli di gestione del rischio collegano i mercati creditizi e azionari ...

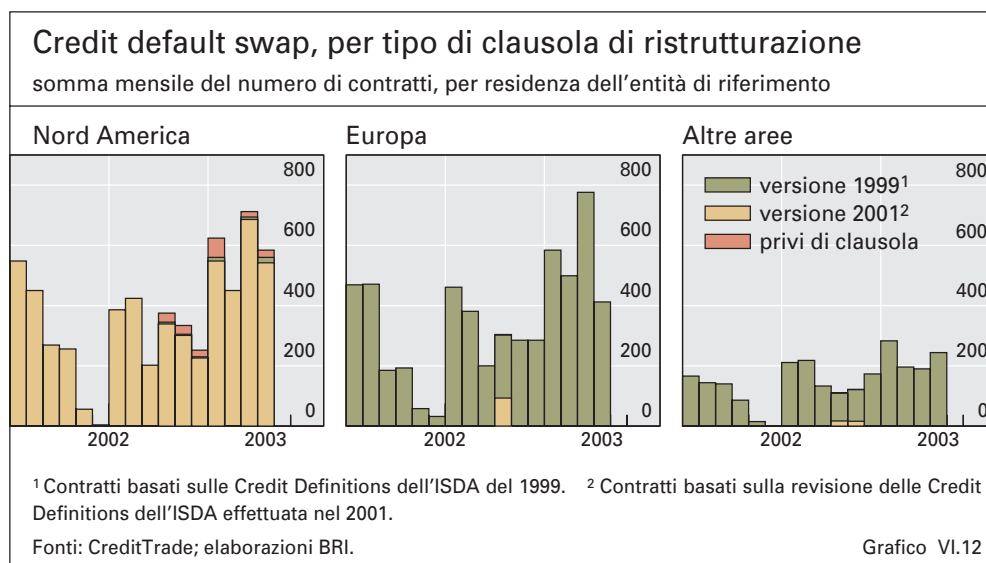
Lo sviluppo di mercati dei derivati su crediti, specie del comparto dei credit default swap, ha contribuito ad abbassare tali costi. I credit default swap (CDS) consentono di enucleare il rischio di credito da altre forme di rischio incorporate in uno strumento finanziario, e di negoziarlo separatamente. In un contratto CDS l'acquirente della protezione creditizia corrisponde al venditore della medesima una commissione periodica analoga al differenziale fra il rendimento del titolo e il tasso d'interesse privo di rischio. In caso di insolvenza del debitore di riferimento, l'acquirente consegna generalmente al venditore il debito dovuto dall'inadempiente in cambio del versamento di un importo forfettario pari al valore facciale del debito. In buona sostanza, un CDS si configura come un contratto di assicurazione contro le perdite derivanti da insolvenza.

... mentre i derivati su crediti facilitano il processo di price discovery

Il comparto dei CDS è cresciuto enormemente negli ultimi anni (grafico VI.12 e Capitolo VII). Inoltre, gli operatori si sono congiuntamente adoperati per promuoverne la liquidità attraverso la standardizzazione delle clausole contrattuali, e molti di essi giudicano ora questo mercato più liquido di quello delle obbligazioni societarie. In particolare, è divenuto più facile assumere posizioni corte acquistando la protezione sul mercato dei CDS. Ciò ha ridotto il costo delle operazioni di copertura e di speculazione sui mercati creditizi, o fra questi ultimi e i mercati azionari.

Sebbene a tutt'oggi la stragrande maggioranza degli swap conclusi su società inadempienti sia stata esercitata senza difficoltà, le controversie in merito agli eventi che costituiscono insolvenza – in particolare, il trattamento delle ristrutturazioni del debito – potrebbero ancora pregiudicare la liquidità del mercato dei CDS, che già presenta una segmentazione geografica. Infatti, mentre nei mercati europei prevalgono i contratti basati sulla documentazione originaria pubblicata dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) nel 1999, in quelli statunitensi vengono per lo più utilizzati i contratti formulati secondo l'interpretazione più restrittiva delle Credit Definitions del 2001 (grafico VI.12). La frammentazione si è ulteriormente accentuata a metà dello scorso anno in seguito all'esercizio dei default swap

Le controversie sul trattamento delle ristrutturazioni nei credit default swap ...



su Xerox. L'esperienza con il produttore USA di fotocopiatrici ha indotto alcuni dei principali venditori di protezione, soprattutto garanti finanziari e altre compagnie di assicurazione, a rifiutarsi di stipulare contratti comprendenti ristrutturazioni di qualsiasi tipo fra gli eventi di insolvenza. Essi sostenevano che il rifinanziamento delle passività alla base degli swap su Xerox non scaturiva da un deterioramento nelle condizioni finanziarie della società, e che pertanto non andava considerato alla stregua di evento di insolvenza. Un aspetto che preoccupava in modo particolare i venditori di protezione era la possibilità che i partecipanti a consorzi sindacati potessero deliberatamente negoziare una ristrutturazione con l'intento di far scattare un'inadempienza e, quindi, di attivare un CDS.

... potrebbero pregiudicare la liquidità

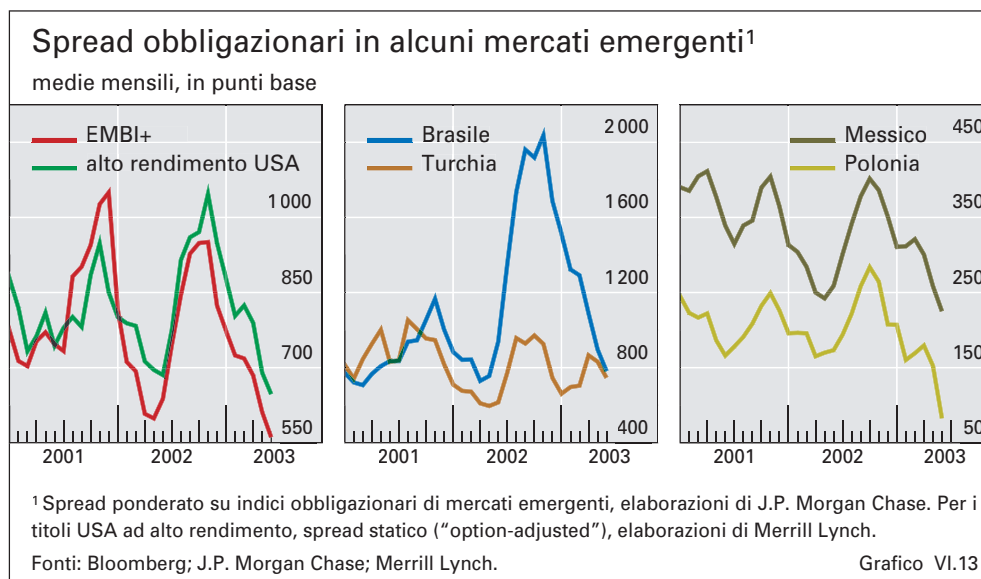
Nel maggio 2003 sono iniziate le negoziazioni di contratti che contemplano un'ulteriore modifica alla clausola di ristrutturazione, ma non è ancora chiaro se tale nuova formulazione condurrà o meno a una convergenza. In Europa gli acquirenti di protezione, specie le banche, prediligono i contratti contenenti un'accezione ampia di ristrutturazione, poiché sulle piazze europee i problemi di pagamento vengono in genere risolti per mezzo di trattative informali fra le controparti. Una dichiarazione formale di fallimento tende infatti a essere associata a un'insolvenza e, conseguentemente, viene di rado sollecitata. Per converso, negli Stati Uniti gli acquirenti della protezione creditizia sono disposti ad accettare definizioni più vincolanti di ristrutturazione, poiché le imprese che richiedono l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del "Chapter 11" hanno la facoltà di procedere a una ristrutturazione prima di essere dichiarate insolventi. Inoltre, sul trattamento delle ristrutturazioni del debito ha parimenti influito il proposto Nuovo Accordo di Basilea sul capitale, laddove prescrive che i CDS impiegati allo scopo di ridurre i requisiti patrimoniali prudenziali delle banche ricomprendano tra gli eventi di insolvenza le ristrutturazioni che comportano perdite su crediti, a meno che non sia la banca a decidere di avviare la ristrutturazione.

Finanziamento esterno del debito delle economie emergenti

Le condizioni del finanziamento sui mercati internazionali dei titoli di debito hanno rispecchiato quelle prevalenti sui mercati creditizi. I paesi fortemente indebitati hanno perso l'accesso al mercato intorno alla metà del 2002, per poi beneficiare di un costante miglioramento degli spread a partire da metà ottobre. L'attenzione degli investitori in molti mercati emergenti si è focalizzata sugli sviluppi politici: avvicendamenti di governo in Brasile, Turchia ed Ecuador, tensioni sociali in Venezuela e Nigeria, attentati terroristici in Colombia e Indonesia, minacce alla sicurezza nazionale in Corea e la conclusione dei negoziati di adesione all'Unione europea nell'Europa centrale e orientale. Nondimeno, il mutevole atteggiamento degli investitori internazionali verso il rischio è parso a tratti prevalere sugli effetti degli avvenimenti locali.

Fonti di contagio

Nel periodo sotto rassegna il Brasile e la Turchia hanno subito il più grave deterioramento delle condizioni di accesso ai mercati obbligazionari



internazionali. Gli operatori avevano iniziato a disfarsi di attività brasiliane nel maggio 2002, allorché nella corsa alle elezioni presidenziali guadagnava terreno un candidato considerato dagli investitori poco favorevole a politiche orientate al mercato (grafico VI.13). Analogamente, i timori sullo stato di salute del primo ministro turco e le dimissioni improvvise di vari membri del governo avevano provocato in giugno una fuga dalle attività del paese. Alla fine di luglio il differenziale ponderato sui titoli di Stato brasiliani si era più che triplicato, salendo a 2 400 punti base, mentre lo spread sulle obbligazioni turche era quasi raddoppiato a 1 000 punti.

Turbolenze sui mercati di Brasile e Turchia

Ai primi di agosto l'intervento dell'FMI – sotto forma di un nuovo accordo di prestito per \$30 miliardi con le autorità brasiliane e l'erogazione dei fondi promessi alla Turchia – ha contribuito a stabilizzare i mercati del debito e dei cambi. Le rassicurazioni dei leader politici circa il loro impegno a perseguire una rigorosa disciplina di bilancio e riforme strutturali hanno infine ristabilito un certo grado di fiducia, e nei mesi tra la fine del 2002 e gli inizi del 2003 i mercati dei due paesi hanno segnato forti recuperi.

Malgrado la gravità delle turbolenze che hanno colpito Brasile e Turchia, gli avvenimenti in questi paesi hanno avuto un modesto impatto su altri mercati emergenti. In effetti, gli investitori hanno operato una minore differenziazione tra la qualità dei crediti in occasione delle svendite in Brasile e Turchia. Tuttavia, la correlazione tra le dinamiche degli spread obbligazionari nei vari mercati emergenti è stata generalmente meno pronunciata nel 2002 che nelle passate crisi finanziarie.

Il canale più importante di contagio nel periodo sotto rassegna è stato il mutato atteggiamento degli investitori internazionali nei confronti del rischio. Il ricalcolo del rischio di credito a seguito della rettifica contabile di WorldCom nel giugno 2002 ha determinato un ampliamento degli spread creditizi per numerosi mutuatari di mercati emergenti. Invero, negli ultimi anni i premi al rischio nell'insieme di quest'area si sono mossi in sorprendente sintonia con i differenziali sui titoli ad alto rendimento USA, nonostante le diverse grandezze economiche sottostanti (grafico VI.13).

L'avversione globale al rischio prevale sugli sviluppi locali

Mentre i paesi pesantemente indebitati sono stati di fatto esclusi dai mercati obbligazionari internazionali a metà 2002, anche prenditori sovrani di qualità bancaria – come Messico e Polonia – hanno subito un aumento degli spread. Nondimeno, le condizioni di finanziamento di questi mutuatari sono rimaste relativamente favorevoli, poiché l'ampliamento dei differenziali è stato compensato da minori rendimenti in dollari e in euro. I prenditori dei mercati emergenti con rating investment grade hanno concorso nel 2002 al 59% della raccolta lorda sui mercati internazionali delle obbligazioni e del credito, rispetto al 47% del 2001.

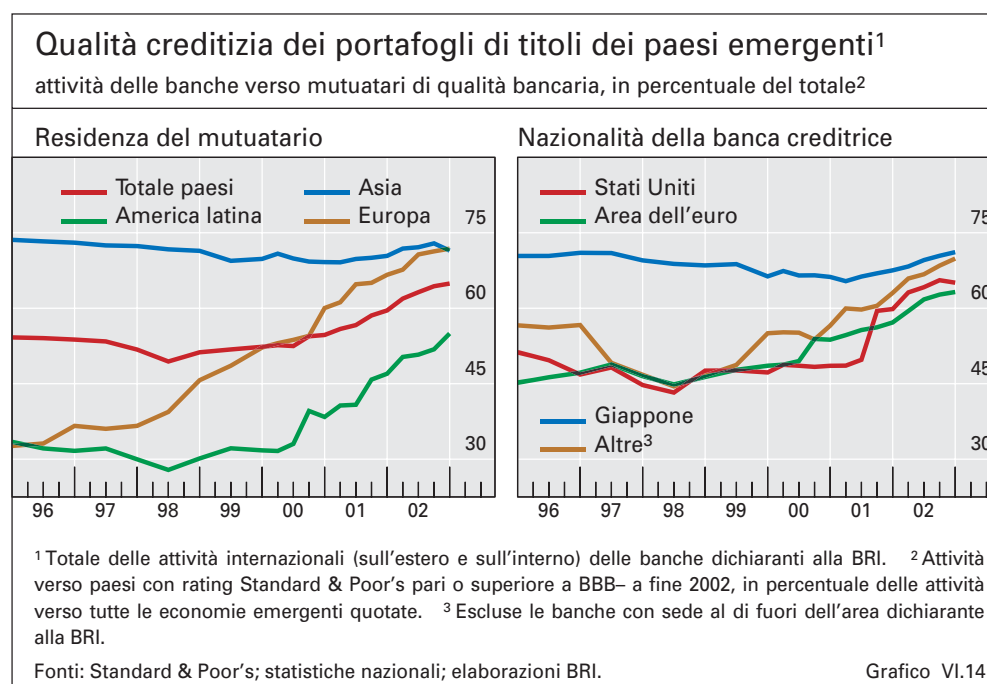
Debole miglioramento dell'accesso al mercato agli inizi del 2003

Il generale miglioramento delle condizioni creditizie tra la fine del 2002 e gli inizi del 2003 ha permesso ai mutuatari con più basso rating di fare ritorno al mercato internazionale dei titoli di debito. Di fatto, il basso livello dei rendimenti su strumenti liquidi sicuri in dollari USA ha reso particolarmente appetibili per gli investitori i titoli di debito delle economie emergenti. I fondi comuni che investono su questi mercati hanno registrato afflussi record nella prima parte di quest'anno, e vari paesi fortemente indebitati – che avevano adottato misure impegnative per rafforzare la propria posizione sull'estero – sono stati prescelti da numerosi investitori alla ricerca di maggiori rendimenti. Nondimeno, il loro accesso ai mercati internazionali è rimasto precario, essendo subordinato, in particolare, a costanti miglioramenti nelle politiche, al mantenimento della stabilità macroeconomica e all'erogazione di fondi precedentemente concordati.

Le banche si spostano verso crediti con rating più elevato

Le banche riducono il credito internazionale ai mutuatari con più basso rating ...

La ricomposizione dei portafogli bancari di titoli dei paesi emergenti è indicativa della misura in cui i mutuatari con più basso merito di credito hanno perso l'accesso ai mercati internazionali nel 2002. A fine anno la quota dei crediti verso paesi con rating di qualità bancaria sul totale delle attività esterne delle

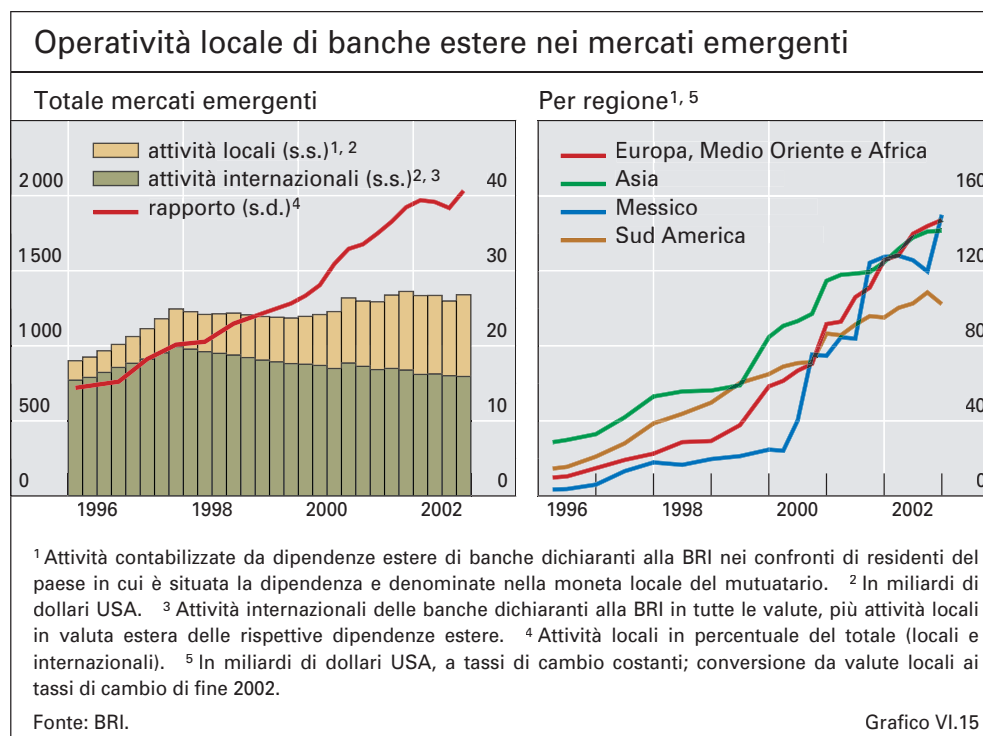


banche verso economie emergenti era salita al 65%, rispetto al 60% di fine 2001 (grafico VI.14). Tale aumento è in gran parte ascrivibile alle riduzioni dei prestiti a favore del Brasile e di altri paesi sudamericani. Anche in altre regioni si è assistito a uno spostamento verso prenditori con maggiore affidabilità. Per di più, tale preferenza è riscontrabile in diversi sistemi bancari: gli istituti asiatici, europei e nordamericani hanno tutti ridotto le esposizioni connesse con crediti di qualità non bancaria.

La contrazione dei finanziamenti bancari internazionali a prenditori di qualità inferiore non è stata però compensata da un aumento del credito a mutuatari con rating più elevato. Le attività bancarie sull'estero verso i mercati emergenti si sono nel complesso contratte per il quinto anno consecutivo. Nondimeno, alcune aree hanno di fatto beneficiato di nuovi prestiti internazionali; le banche hanno in particolare accresciuto gli impieghi in favore dei paesi candidati all'ingresso nella UE. In altre regioni, specie in Asia, la domanda di finanziamenti esteri è invece rimasta debole.

Nello stesso tempo, le banche hanno continuato a espandere la loro presenza diretta nei mercati emergenti. L'esperienza dell'Argentina aveva sollevato interrogativi circa l'operatività futura degli istituti esteri in questi mercati, compresa la loro disponibilità a partecipare ad attività economiche finanziate localmente. Dalla metà degli anni novanta le banche estere avevano fortemente accresciuto l'attività locale: alla fine del 2001 gli impieghi sull'interno in moneta locale concorrevano al 38% dei crediti bancari verso i mercati emergenti (grafico VI.15). Dopo la crisi argentina, alcune banche hanno di fatto ridimensionato l'operatività in Sud America. Tuttavia, ciò è stato più che compensato dalla crescita dell'attività locale in Messico, Europa centrale e orientale ed Est asiatico. Di conseguenza, gli impieghi sull'interno hanno

... pur continuando a espandere le attività sull'interno



continuato ad aumentare, raggiungendo alla fine del 2002 il 41% delle attività totali verso i mercati emergenti.

Il rebus dei prezzi delle abitazioni

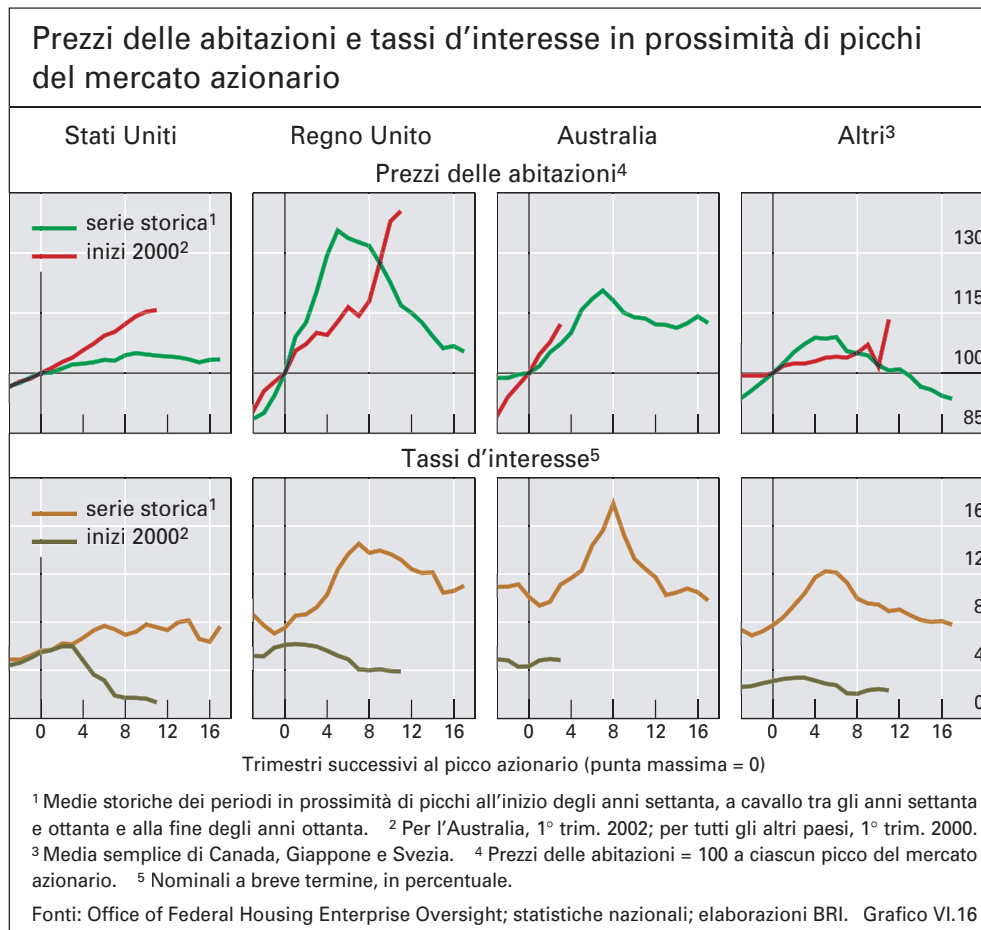
Gli sviluppi nei mercati azionari contengono importanti indizi sul comportamento futuro dei prezzi delle abitazioni. Azioni e immobili rappresentano le maggiori componenti della ricchezza delle famiglie nei paesi sviluppati, e nel lungo periodo i loro valori tendono a muoversi in parallelo. Invero, uno degli andamenti più appariscenti degli ultimi trent'anni in molti di questi paesi è stata la tendenza dei prezzi delle abitazioni a toccare il punto di svolta superiore dopo un picco dei corsi azionari. Tuttavia, l'assenza di pressioni inflazionistiche nell'attuale ciclo economico e il corrispondente calo dei tassi d'interesse seguito ai recenti massimi degli indici di borsa sembrano aver modificato tale correlazione.

I prezzi degli alloggi hanno continuato a salire malgrado il crollo delle azioni ...

A tre anni dall'inizio della caduta dei mercati azionari, i prezzi delle abitazioni sono ancora saliti in molti paesi. Nel quinquennio conclusosi alla fine del 2002 essi hanno fatto registrare aumenti di almeno il 50% nel Regno Unito, in Australia, Spagna, Paesi Bassi e Irlanda, e di oltre il 20% negli Stati Uniti, in Belgio e nei paesi nordici. Alla fine dello scorso anno l'incremento su base annua dei prezzi in termini reali era del 23% nel Regno Unito, del 16% in Australia e del 5% negli Stati Uniti. Anche in Canada, Danimarca, Italia, Spagna e Svezia i prezzi hanno continuato a salire. In genere, ciò si è accompagnato a una rapida crescita dell'indebitamento delle famiglie (Capitolo II).

A cavallo tra il 2002 e il 2003 sono affiorati i primi segnali di una perdita di vigore dei mercati immobiliari, i quali potrebbero persino avere ormai raggiunto il punto di massima in alcuni paesi. In Australia il ritmo di aumento delle unità residenziali messe all'asta e vendute a Sydney è andato diminuendo dal giugno 2002. Inoltre, il tasso trimestrale di crescita dei prezzi delle abitazioni si è stabilizzato intorno al 3-4% negli ultimi nove mesi dell'anno, dopo aver toccato il massimo del 5% nel terzo trimestre 2001. Verso la fine del 2002 la crescita dei prezzi degli alloggi è rallentata anche in Spagna, diventando addirittura negativa nei Paesi Bassi. Nel Regno Unito le compravendite hanno toccato un picco nel terzo trimestre 2002, e il tasso di crescita su tre mesi dei prezzi degli alloggi è caduto dall'8,2% a poco meno del 2% nel quarto trimestre. In aggiunta, i prezzi nella fascia alta del mercato immobiliare britannico sono notevolmente calati durante lo scorso anno. Non altrettanto chiara appare la situazione negli Stati Uniti, dove nel quarto trimestre 2002 i prezzi delle abitazioni hanno fatto registrare la crescita trimestrale più bassa dal 1997, e le nuove licenze edilizie per unità residenziali private sono scese del 7% tra febbraio e marzo di quest'anno. Tuttavia, le vendite di nuove abitazioni hanno accelerato in marzo, dopo essere diminuite in gennaio e febbraio, e i tassi ipotecari sono rimasti prossimi ai livelli minimi degli ultimi quarant'anni.

Anche nel caso in cui i prezzi delle abitazioni toccassero la punta massima nel prossimo futuro, l'intervallo tra i picchi dei mercati azionario e immobiliare sarebbe comunque superiore alla media storica. Come mostra il grafico VI.16, in passato i massimi toccati dai prezzi degli alloggi hanno



seguito con un intervallo di circa due anni e mezzo quelli dei listini di borsa. Prendendo a campione undici paesi sviluppati (Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera), tra il 1970 e la fine del 2002 si sono osservati 35 picchi sui mercati azionari e 28 su quelli delle abitazioni. Tra il 1972 e il 1976 in tutti i paesi considerati si è verificato almeno un picco delle borse e in nove di essi anche i prezzi degli alloggi hanno toccato un massimo. Del pari, tra il 1986 e il 1990 in nove paesi si sono osservati picchi degli indici azionari, seguiti a breve distanza da punte massime dei corsi immobiliari in otto di essi. L'analisi statistica indica che la probabilità di registrare un massimo dei prezzi immobiliari in uno qualunque degli anni considerati nel campione è dell'8% circa. Essa sale tuttavia al 30% nell'anno successivo a un picco dei corsi azionari e al 70% nei tre anni dopo tale picco.

Il perdurante vigore dei prezzi delle abitazioni sembra essere collegato al declino dei tassi d'interesse. In generale, nell'ultimo ciclo economico le pressioni inflazionistiche sono state meno intense che nei cicli precedenti. Di conseguenza, le autorità monetarie hanno potuto impiegare il margine di manovra addizionale per tagliare i tassi ufficiali (Capitolo IV). Come mostra il grafico VI.16, nei periodi precedenti i tassi a breve termine erano di regola cresciuti nei due anni successivi ai picchi azionari, rispecchiando la risposta delle autorità monetarie alle pressioni inflazionistiche. Nel ciclo attuale,

... a indicazione di un intervallo superiore alla media tra i picchi dei due mercati

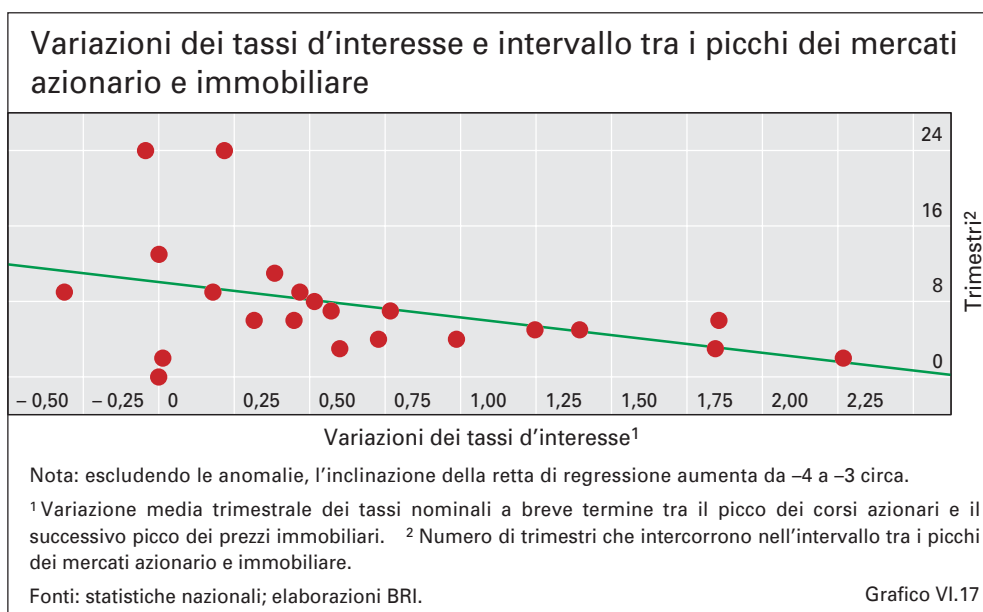
L'estensione dell'intervallo tra i massimi nell'attuale ciclo ...

... ha per lo più rispecchiato il calo dei tassi d'interesse nominali

tuttavia, in molti paesi i tassi sono considerevolmente calati dopo il crollo dei mercati azionari nel 2000. Ad esempio, i tassi nominali a breve termine sono scesi tra la metà del 2000 e la metà del 2002 dal 5,6 all'1,7% negli Stati Uniti, dal 6,1 al 4,1% nel Regno Unito e dal 5,9 al 2,6% in Canada. Dal momento che le abitazioni sono beni di lunga durata, la riduzione dei tassi ha contribuito a sostenere i prezzi degli immobili anche in presenza di una caduta delle borse.

I dati relativi ai periodi precedenti confermano questa ipotesi. Un'analisi econometrica dell'esperienza storica indica che le variazioni dei tassi hanno avuto un impatto significativo sull'intervallo tra i massimi dei listini e quelli dei prezzi delle abitazioni. Tra il 1970 e il 1999 l'intervallo medio registrato su un campione di 22 coppie di picchi azionari e immobiliari era di circa nove trimestri. Tuttavia, un calo medio trimestrale di 25 punti base dei tassi d'interesse a breve termine successivo a un massimo dei corsi azionari avrebbe ritardato di circa un trimestre il picco dei prezzi delle abitazioni (grafico VI.17). Sulla base di questo risultato si potrebbe desumere che il taglio di 475 punti base operato sui tassi ufficiali negli Stati Uniti tra la metà del 2000 e la metà del 2002 abbia prolungato di poco più di due trimestri l'intervallo medio tra i due picchi.

L'intensità con cui i tassi d'interesse hanno influenzato i prezzi delle abitazioni nei vari paesi è dipesa probabilmente da fattori istituzionali. Ad esempio, la definizione del tasso d'interesse cui sono ancorati i mutui ipotecari varia da paese a paese. In particolare, nel Regno Unito e in Australia i prestiti ipotecari si basano prevalentemente su tassi a tre mesi, mentre in Canada sono collegati a tassi con scadenze pari o inferiori a un anno, il che rende i prezzi degli immobili in questi paesi generalmente più reattivi ai tassi a breve. La maggior parte dei finanziamenti ipotecari è invece abbinata a tassi a lunga scadenza in Germania, Giappone, Stati Uniti, Svezia e in particolare nei Paesi Bassi. Negli USA i mutui si distinguono inoltre per il fatto di essere rifinanziabili con penali modeste: ciò offre ai titolari un'utile opportunità e



rende i prezzi delle abitazioni sensibili sia alla volatilità che al livello dei tassi a lungo termine. Le innovazioni tecnologiche di recente introdotte da Fannie Mae e Freddie Mac nel trattamento dei prestiti ipotecari hanno poi reso il rifinanziamento più agevole e meno costoso. A parità di altre condizioni, il brusco calo dei tassi a breve termine nel 2001 avrebbe pertanto prodotto un impatto relativamente maggiore sui prezzi delle abitazioni nei paesi in cui i mutui ipotecari sono collegati ai tassi a breve, mentre negli altri paesi i prezzi sarebbero stati maggiormente influenzati dall'appiattimento della curva dei rendimenti intervenuto lo scorso anno.