

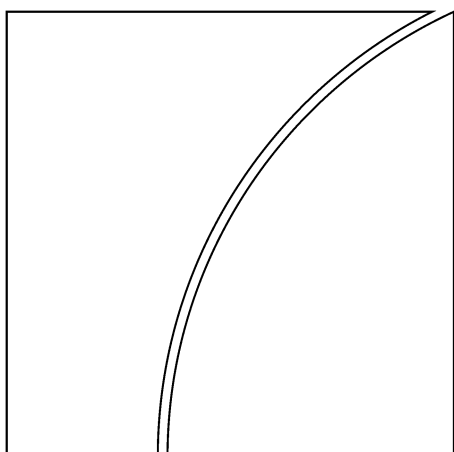


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Settembre 2002

**Evoluzione dell'attività
bancaria internazionale
e del mercato finanziario
internazionale**



Rassegna trimestrale BRI
Dipartimento Monetario ed Economico

Comitato editoriale:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
Renato Filosa

Robert McCauley
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

Per informazioni di carattere generale sul contenuto della presente Rassegna rivolgersi a Eli Remolona (tel. +41 61 280 8414, e-mail: eli.remolona@bis.org). Per quesiti relativi a specifiche sezioni del documento rivolgersi agli autori, i cui nominativi figurano in apertura di ogni sezione. I quesiti concernenti dati statistici vanno sottoposti a Rainer Widera (tel. +41 61 280 8425, e-mail: rainer.widera@bis.org).

Le richieste di copie delle pubblicazioni o di integrazioni/modifiche della mailing list vanno inviate a:

Banca dei Regolamenti Internazionali
Stampa e Comunicazione
CH-4002 Basilea, Svizzera

E-mail: publications@bis.org

Fax: +41 61 280 9100 e +41 61 280 8100

Questa pubblicazione è disponibile sul sito Internet della BRI (www.bis.org).

© Banca dei Regolamenti Internazionali 2002. Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.

ISSN 1021-254X

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Rassegna trimestrale BRI

Settembre 2002

Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale

1. Quadro generale degli sviluppi: si aggrava la crisi di fiducia, diffondendosi ad altri comparti	1
<i>La crisi di fiducia provoca la caduta dei mercati azionari</i>	2
<i>Colpito anche il mercato delle obbligazioni societarie</i>	5
<i>L'avversione al rischio si propaga agli investitori dei paesi emergenti</i> ...	9
<i>Dalle curve dei rendimenti emerge ottimismo nel lungo termine</i>	11
Riquadro: <i>Operazione "bilanci puliti": il "Sarbanes-Oxley Act" del 2002</i>	12
2. Il mercato bancario internazionale	14
<i>Rallenta il credito internazionale verso tutti i settori</i>	15
<i>Le banche giapponesi riducono nuovamente le loro esposizioni</i>	17
<i>Differenze tra gli ultimi due cicli congiunturali dell'attività bancaria</i>	18
<i>I prelievi tornano a sostenere i flussi verso i paesi emergenti</i>	19
Riquadro: <i>I prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2002</i>	23
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	25
<i>Il calo delle emissioni pubbliche è compensato dai collocamenti del settore privato</i>	27
<i>I mutuatari dei paesi emergenti mantengono l'accesso al mercato internazionale dei titoli di debito</i>	28
<i>Permangono le difficoltà sul mercato della commercial paper</i>	29
<i>A partire da giugno le condizioni del credito sembrano deteriorarsi</i>	29
4. I mercati degli strumenti derivati	31
<i>Modesta espansione dell'attività in strumenti su tassi d'interesse</i>	32
<i>Sostenuta attività in strumenti del mercato monetario</i>	33
<i>Debole crescita dei contratti su titoli di Stato sullo sfondo di una ricomposizione dei portafogli</i>	33
<i>L'espansione in Asia continua a sospingere gli scambi di contratti su indici azionari</i>	34
Riquadro: <i>Le borse valori introducono una serie di nuovi contratti</i>	35
<i>Timida ripresa dei contratti valutari</i>	36
<i>Forte aumento delle negoziazioni globali in luglio</i>	36
<i>Prosegue la supremazia di un ristretto gruppo di prodotti</i>	38

Sezioni monografiche

Mercato degli immobili residenziali e crescita economica: insegnamenti tratti dal boom delle operazioni di rifinanziamento USA	39
<i>Akash Deep e Dietrich Domanski</i>	
<i>Boom dei rifinanziamenti e spesa delle famiglie nel 2001</i>	39
<i>Fattori propulsivi alla base del boom dei rifinanziamenti nel 2001</i>	42
<i>Rifinanziamenti e modifiche nelle condizioni del mercato ipotecario</i>	44
<i>Prospettive future</i>	46
<i>Conclusioni</i>	47

Possibili spiegazioni dei movimenti nei prezzi delle abitazioni	49
<i>Gregory D. Sutton</i>	
<i>Le determinanti dei prezzi delle abitazioni</i>	51
<i>Conclusioni</i>	56
<i>Riquadro: Il modello di autoregressione vettoriale</i>	57
L'anomalia del ciclo congiunturale degli immobili commerciali	59
<i>Haibin Zhu</i>	
<i>Performance del settore degli immobili commerciali</i>	60
<i>Nuove modalità di finanziamento nei mercati degli immobili commerciali</i>	62
<i>Impatto delle nuove fonti di finanziamento</i>	66
<i>Sono finiti i cicli degli immobili commerciali?</i>	67
<i>Conclusioni</i>	69
L'aumento della liquidità in valuta estera delle banche in Cina	71
<i>Guonan Ma e Robert N. McCauley</i>	
<i>Crescita dei depositi in valuta dei residenti non bancari cinesi</i>	72
<i>Spiegazioni</i>	73
<i>Crescente liquidità in dollari delle banche cinesi</i>	76
<i>Conclusioni</i>	77
<i>Riquadro: Determinanti della crescita dei depositi in valuta estera in Cina: alcune evidenze econometriche</i>	78
Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria	79
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB)</i>	79
<i>Forum per la stabilità finanziaria (FSF)</i>	81
Allegato statistico	A1
Sezioni monografiche nella Rassegna trimestrale BRI	B1
Elenco delle pubblicazioni recenti della BRI	B2

Convenzioni adottate nella Rassegna

s	dato stimato
s.s., s.d.	scala sinistra, scala destra
trilione	mille miliardi
...	dato non disponibile
.	dato non applicabile
–	valore nullo o trascurabile
\$	dollaro USA se non diversamente specificato
¢	centesimo di dollaro USA

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

1. Quadro generale degli sviluppi: si aggrava la crisi di fiducia, diffondendosi ad altri comparti

Nel secondo trimestre 2002 e agli inizi del terzo i mercati finanziari globali sono stati colpiti da una serie di eventi che hanno disorientato gli operatori, intaccando il clima di fiducia. L'evento più significativo, verificatosi intorno alla fine di giugno, è stato la rettifica dei risultati contabili di WorldCom, una grande società di telecomunicazioni USA. Sono stati con tutta probabilità i timori di più diffusi problemi nel settore delle imprese ad accelerare in luglio la caduta dei mercati azionari sia negli Stati Uniti che in Europa. Il clima negativo si è esteso persino a un comparto che aveva in precedenza mostrato una buona tenuta, quello dei titoli societari, dove le emissioni sono rallentate a fronte di un ampliamento degli spreads creditizi. In agosto l'assenza di ulteriori cattive notizie è sembrata ristabilire un certo grado di fiducia, e sono emerse indicazioni di un ritorno degli investitori ai mercati azionari e a quelli delle obbligazioni private.

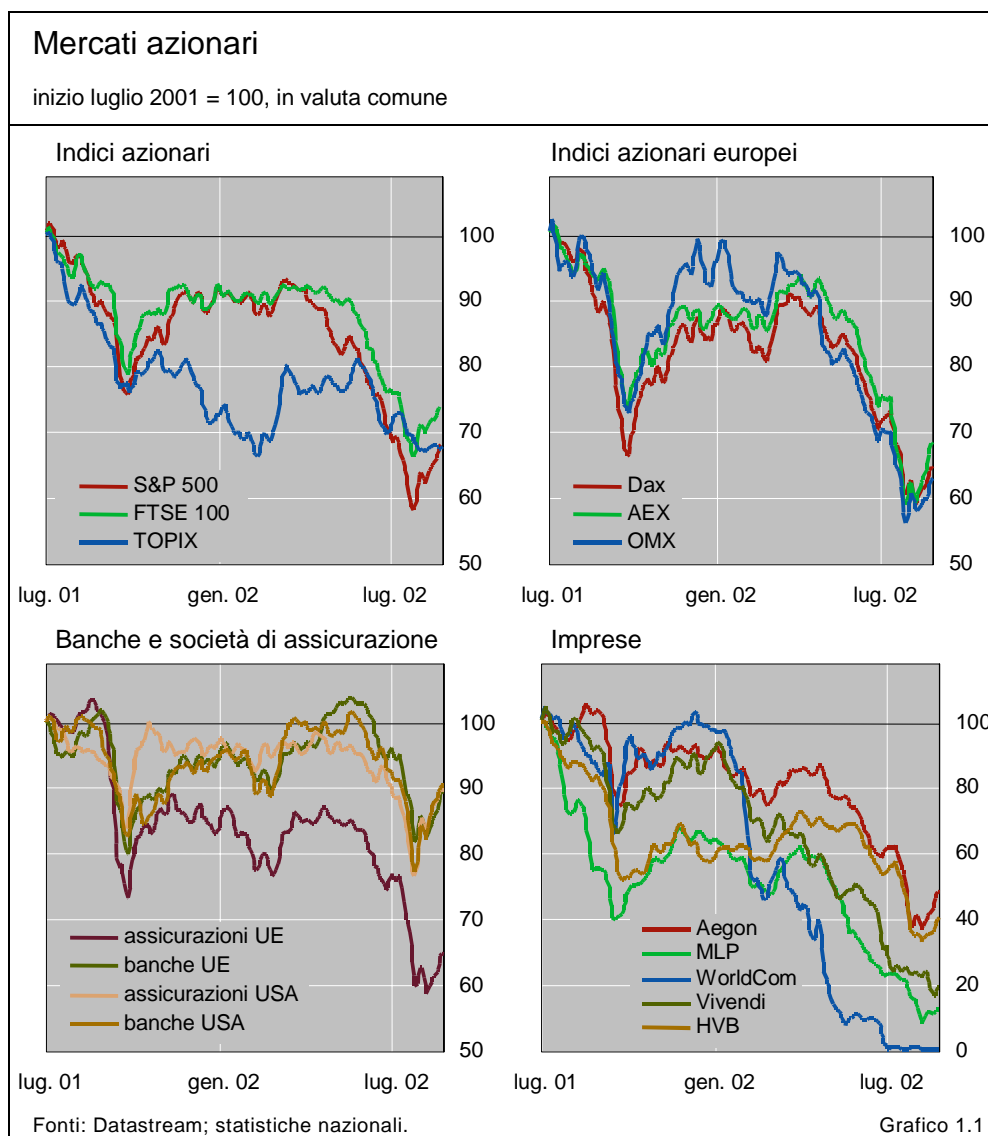
Rispetto a episodi precedenti, il settore finanziario non è uscito altrettanto bene dalla recente fase di debolezza dei mercati. In luglio i corsi azionari delle società assicurative europee sono scesi al disotto dei livelli toccati dopo l'11 settembre 2001. Le banche in Europa e le società finanziarie negli Stati Uniti hanno non solo perso in termini di capitalizzazione di borsa, ma anche subito un ampliamento degli spreads sul loro debito. Per un certo periodo i timori degli operatori sul rischio di controparte associato alle primarie banche commerciali hanno cominciato a riflettersi anche sui differenziali di swap. Questi sviluppi hanno minacciato di coinvolgere la stessa intermediazione finanziaria, aggravando forse le difficoltà del settore non finanziario nella raccolta di fondi.

L'accresciuta avversione al rischio su scala mondiale ha acuito i problemi economici e politici interni di diversi paesi emergenti. Gli investitori hanno penalizzato in misura maggiore le economie in cui i dubbi circa la sostenibilità dell'onere debitorio hanno coinciso con incertezze di natura politica. Al tempo stesso, gli spreads sul debito sovrano hanno avuto la tendenza ad aumentare di pari passo con quelli sui titoli societari di bassa qualità. Nondimeno, anche se le emissioni obbligazionarie dei paesi emergenti sono rallentate in luglio, i mutuatari con più alto merito di credito sono riusciti a mantenere il loro accesso al mercato.

La crisi di fiducia provoca la caduta dei mercati azionari

Proprio quando gli operatori sembravano aver superato la situazione determinata in seguito alle rivelazioni contabili che hanno portato al fallimento di Enron, il clima di fiducia è stato ripetutamente intaccato da una serie di turbative di diversa natura. A cavallo fra maggio e giugno 2002 le segnalazioni circa possibili nuovi attacchi terroristici e le crescenti tensioni politiche fra India e Pakistan hanno condotto a un'ondata di vendite sui mercati azionari di Stati Uniti ed Europa (grafico 1.1). Mentre in maggio la borsa di Tokyo era riuscita a evitare una caduta delle quotazioni, in giugno le segnalazioni in merito alle indagini delle autorità USA sui produttori di memorie per computer hanno esercitato un impatto negativo sugli indici tecnologici giapponesi, costituendo uno degli eventi che hanno associato la piazza nipponica alle sue controparti statunitensi ed europee. Il colpo più significativo inferto alla fiducia degli investitori su scala mondiale sarebbe stato la rettifica per \$3,8 miliardi del risultato economico di WorldCom, un colosso statunitense delle telecomunicazioni, annunciata il 25 giugno. Nel giro di pochi giorni anche il produttore USA di macchine fotocopiatrici Xerox ha rettificato la propria situazione contabile,

Il più grave colpo alla fiducia proviene dalle rettifiche dei profitti societari



mentre la stampa francese denunciava il tentativo di Vivendi Universal, società operante nel settore dell'informazione, di gonfiare i profitti.

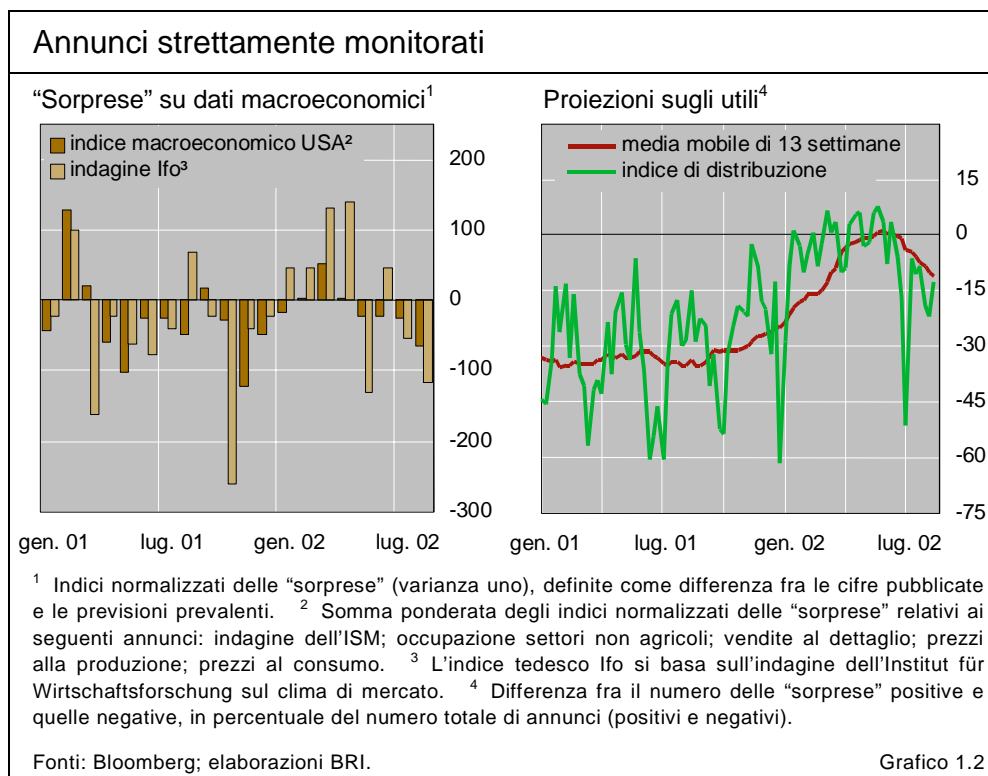
Questa serie di eventi ha determinato il più accentuato declino bimestrale dei mercati azionari mondiali dal settembre 2001. In termini di valuta locale, fra il 21 maggio e il 23 luglio l'S&P 500 e l'FTSE 100 hanno perso il 26%, il Dax il 30% e il TOPIX l'11%. Alla fine di questo periodo le quotazioni statunitensi erano scese a livelli non più osservati dall'aprile 1997. Il contestuale apprezzamento dell'euro ha persino amplificato le perdite su titoli USA detenuti da residenti nell'area dell'euro. La crisi di fiducia, tuttavia, non è sfociata nel panico; gli investitori hanno continuato a differenziare il proprio giudizio sui vari settori, penalizzando maggiormente quello delle telecomunicazioni.

Il forte calo dei mercati azionari in luglio è degno di nota per il modo in cui gli investitori operanti sulle piazze europee sembrano aver agito di concerto con i loro omologhi statunitensi in risposta a quello che poteva apparire come un evento contabile essenzialmente circoscritto agli Stati Uniti. La reazione immediata dei due gruppi di operatori alla rettifica di WorldCom il 25 giugno non è stata particolarmente drastica. In entrambi i casi i cali più pronunciati si sono concentrati in talune giornate fra il 10 e il 23 luglio, periodo in cui l'S&P 500 e il Dax hanno lasciato sul terreno rispettivamente il 13 e il 16%, mentre altri due indici europei hanno perso in misura ancora maggiore: l'olandese AEX il 19% e lo svedese OMX il 17% (grafico 1.1). In luglio sono emerse spiacevoli sorprese riguardo ad alcune imprese europee, fra cui le ingenti perdite su crediti segnalate dalla banca tedesca HVB e i deludenti annunci sugli utili della società assicuratrice olandese Aegon. I movimenti giornalieri delle quotazioni indicherebbero che la perdita di fiducia degli investitori statunitensi ed europei ha rispecchiato i comuni timori di più diffusi problemi nel settore societario. Ogni accenno di cattive notizie ha finito col rafforzare questi timori, indipendentemente dal fatto che riguardasse società americane o europee.

Un aspetto significativo degli sviluppi di luglio è stato il fatto che i prezzi azionari hanno palesato il calo di fiducia nel settore finanziario in misura maggiore rispetto al passato. Le quotazioni dei titoli assicurativi in Europa, che non avevano ancora recuperato appieno le perdite connesse con gli attacchi terroristici dello scorso anno, sono scese al disotto dei livelli toccati in seguito all'11 settembre. Questa volta, tuttavia, le perdite sono state originate dalle poste attive di bilancio; la redditività del capitale proprio e gli investimenti in obbligazioni private hanno registrato valori negativi. Sembra anzi che la caduta dei corsi sia stata ulteriormente amplificata dalle vendite "stop-loss" messe in atto dagli assicuratori al superamento dei limiti di solvibilità. Sia negli Stati Uniti che in Europa anche le banche hanno subito considerevoli perdite in termini di capitalizzazione di borsa (grafico 1.1), dovute in parte alle loro esposizioni verso l'Argentina e a grandi fallimenti societari. Fra le istituzioni USA, Citigroup e J.P. Morgan Chase hanno visto arretrare le rispettive quotazioni a fine luglio, allorché sono state chiamate a testimoniare davanti al Congresso statunitense in merito al loro eventuale ruolo nel dissimulare i debiti di Enron.

Gli investitori USA ed europei reagiscono alle comuni preoccupazioni

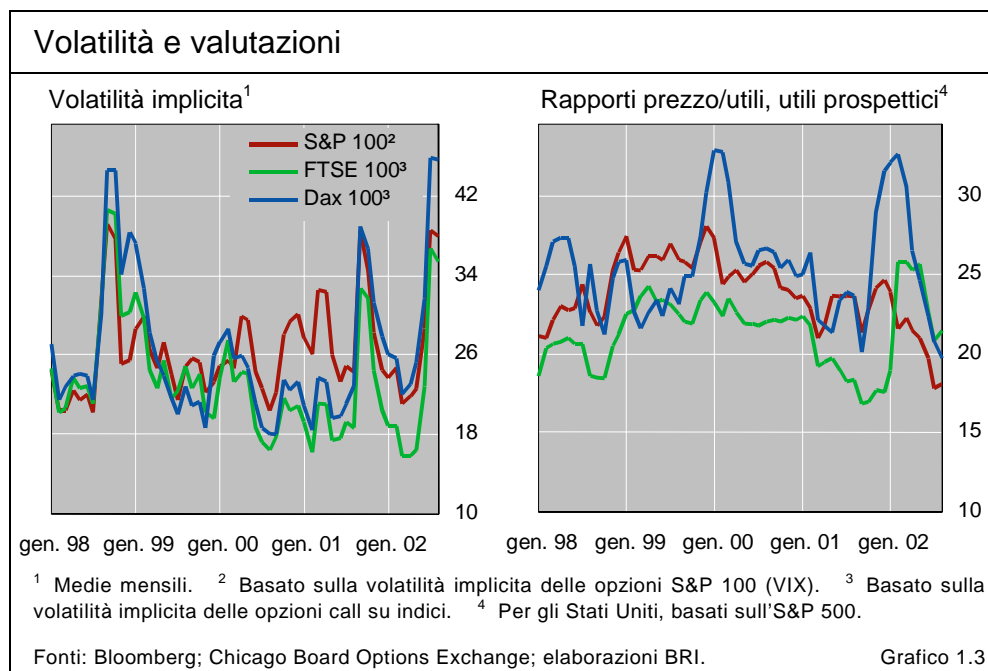
Colpito duramente il settore finanziario



Le borse valori hanno cominciato a recuperare in agosto, seppure dopo un avvio incerto. In un primo tempo, infatti, i mercati hanno accusato un cedimento allorché gli operatori sono tornati a rivolgere la loro attenzione ai dati sull'economia e sui profitti societari, tutt'altro che incoraggianti. In particolare, le cifre sull'occupazione non agricola negli Stati Uniti pubblicate il 2 agosto mettevano in luce un'economia sorprendentemente debole (grafico 1.2), e anche il numero degli annunci di risultati reddituali scadenti aveva ripreso a crescere. Nel resto del mese, tuttavia, l'assenza di ulteriori cattive notizie è sembrata rassicurare gli investitori, che sarebbero stati altresì confortati dalla tempestiva azione di dirigenti aziendali, legislatori e policymakers in merito al governo societario (cfr. il riquadro alle pagg. 12-13 sul Sarbanes-Oxley Act). È significativo a questo riguardo il fatto che il 14 agosto – scadenza per la certificazione dei bilanci da parte dei responsabili delle principali società statunitensi quotate in borsa – sia passato senza incidenti. Fra il 24 luglio e il 23 agosto l'S&P 500 e il Dax hanno guadagnato rispettivamente il 14 e il 5% in termini di euro.

Ad agosto le valutazioni espresse dalle proiezioni sugli utili erano tornate su valori prossimi alle medie storiche. In giugno e luglio i loro bassi livelli erano stati essenzialmente originati dagli incrementi del premio di rischio azionario, ravvisabili anche nell'accresciuta volatilità implicita nei prezzi dei contratti di opzione su indici azionari (grafico 1.3). Le revisioni delle aspettative di crescita dei profitti futuri sembrano aver svolto un ruolo marginale in tale processo di aggiustamento. Nella misura in cui continueranno ad attenuarsi le incertezze circa le pratiche contabili delle imprese, i premi al rischio sono destinati a ridursi e le valutazioni a crescere. Tuttavia, a titolo di esempio, le stime sui

Recupero dei mercati statunitensi ed europei in agosto



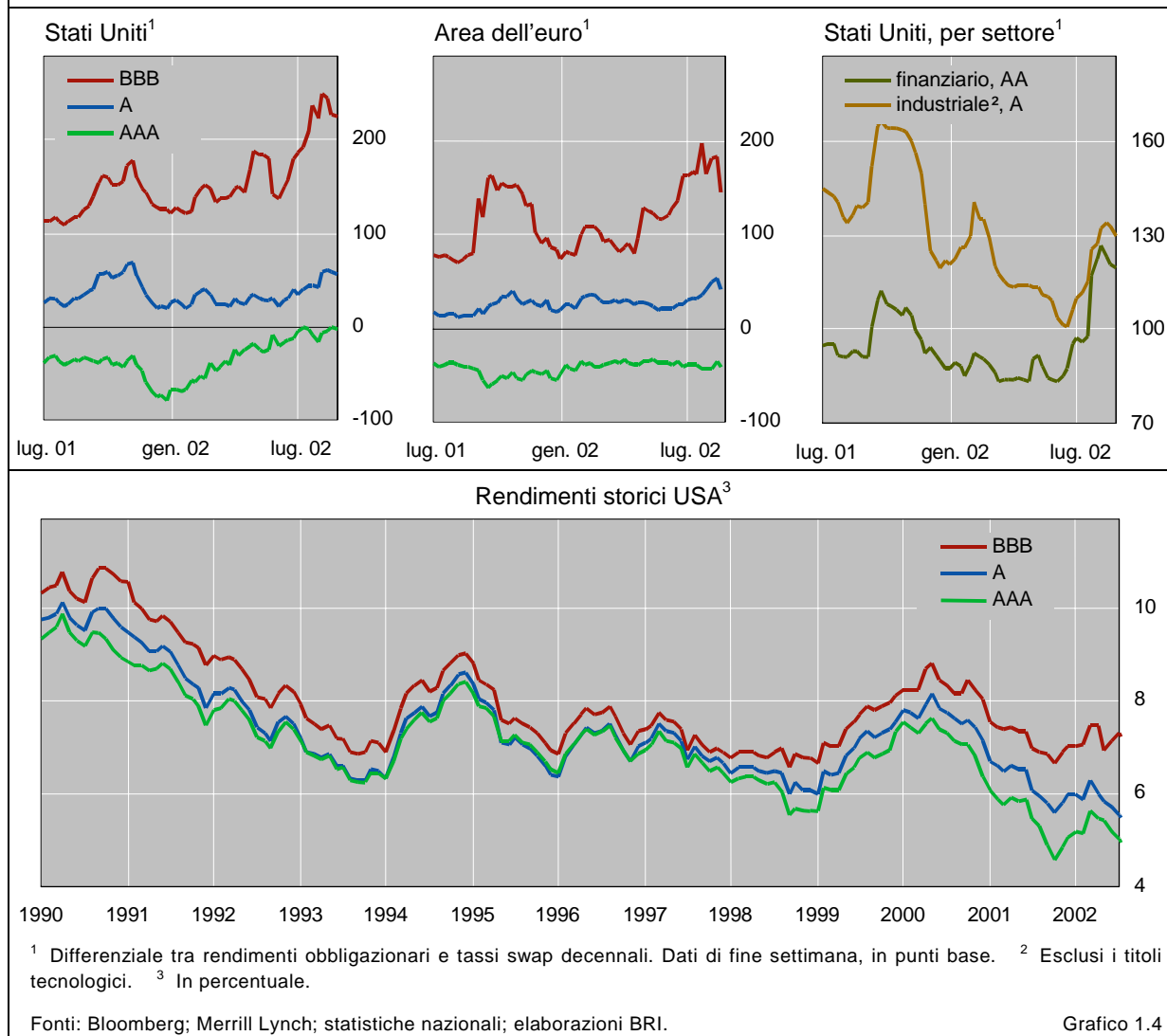
profitti a un anno per l'S&P 500 superano tuttora del 50% quelle sugli utili correnti. Resta da vedere se le valutazioni continueranno ad adeguarsi ai mutamenti nelle aspettative di crescita dei profitti.

Colpito anche il mercato delle obbligazioni societarie

Anche il comparto delle obbligazioni societarie, che aveva in passato dato prova di buona tenuta, è stato interessato dal calo di fiducia che ha investito il mercato azionario. Per gran parte del 2001 e agli inizi del 2002 i corporate bonds erano stati il punto di forza del sistema finanziario mondiale; le società che non potevano raccogliere fondi sui mercati bancario, azionario e della commercial paper (CP) erano comunque state in grado di accedere al mercato obbligazionario, dove gli investitori continuavano a mostrarsi impassibili di fronte all'aumento dei tassi di insolvenza e ai sempre più frequenti declassamenti del merito creditizio. Gli spreads sui titoli di qualità bancaria erano andati calando per quasi tutto il periodo, anche mentre le quotazioni azionarie proseguivano nella loro dinamica discendente. Nel febbraio 2002, tuttavia, la situazione ha cominciato a cambiare, prima con le rivelazioni che hanno portato al fallimento di Enron, e poi più drasticamente in luglio, in seguito alle carenze nel governo societario cui si è accennato in precedenza. Nel segmento del dollaro USA gli spreads fra obbligazioni a tripla B e swaps si sono ampliati di 57 punti base tra febbraio e giugno 2002, per crescere di altri 35 punti nel solo mese di luglio (grafico 1.4). Come si dirà più avanti (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito", a pag. 25), le emissioni internazionali di obbligazioni societarie da parte di residenti USA sono decelerate notevolmente in giugno e luglio. Anche in Europa, dopo un graduale incremento agli inizi dell'anno, i differenziali sui titoli societari sono aumentati nettamente in luglio, sebbene le emissioni siano rallentate in misura minore.

Il prezzo del rischio di credito sale nettamente in luglio ...

Spreads sulle obbligazioni societarie e rendimenti USA



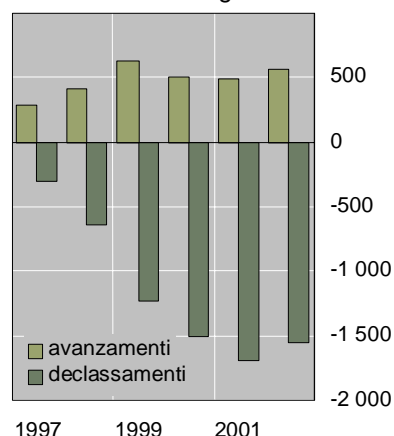
Così come per il mercato azionario, in agosto sono emersi segnali di un ripristino della fiducia, e la riduzione degli spreads che ne è conseguita ha prontamente incitato i mutuatari a far ritorno al mercato.

Paradossalmente, gli spreads societari hanno preso ad aumentare proprio nel momento in cui l'incidenza dei declassamenti del merito di credito cominciava a calare. Il numero delle società declassate dalle agenzie di rating aveva raggiunto il massimo nel 2001 (grafico 1.5). Fino allora, i declassamenti avevano di fatto avuto la tendenza a concentrarsi nella categoria BBB, provocando un'insolita serie di "fallen angels", ossia prestiti che hanno perso il loro rango di qualità bancaria. Sino alla metà di quest'anno la propensione al rischio degli investitori nei mercati delle obbligazioni private non è sembrata risentire particolarmente delle perdite connesse con questi declassamenti. In giugno, quando gli spreads BBB si sono ampliati, il numero dei nuovi "fallen angels" appariva già in calo. Evidentemente, la risposta degli operatori si basava non tanto su declassamenti e inadempienze, quanto sui generalizzati

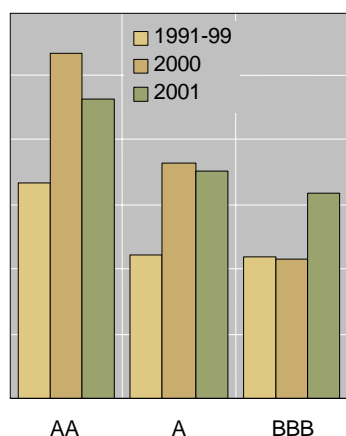
... nonostante i minori declassamenti

Rating creditizi e rischio di declassamento

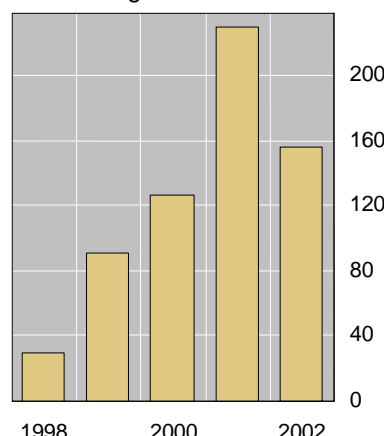
Variazioni nel rating¹



Probabilità di declassamento²



"Fallen angels"³



¹ Numero di imprese il cui rating è variato nel corso dell'anno; le stime per il 2002 si basano sui dati annualizzati fino a giugno. ² Probabilità di un declassamento entro l'anno, in punti percentuali; comprende tutte le emissioni CreditPro di Standard & Poor's. ³ Numero di emissioni scese al di sotto della qualità bancaria; le stime per il 2002 si basano sui dati annualizzati del primo trimestre.

Fonti: Bloomberg; CSFB; Moody's; Standard & Poor's.

Grafico 1.5

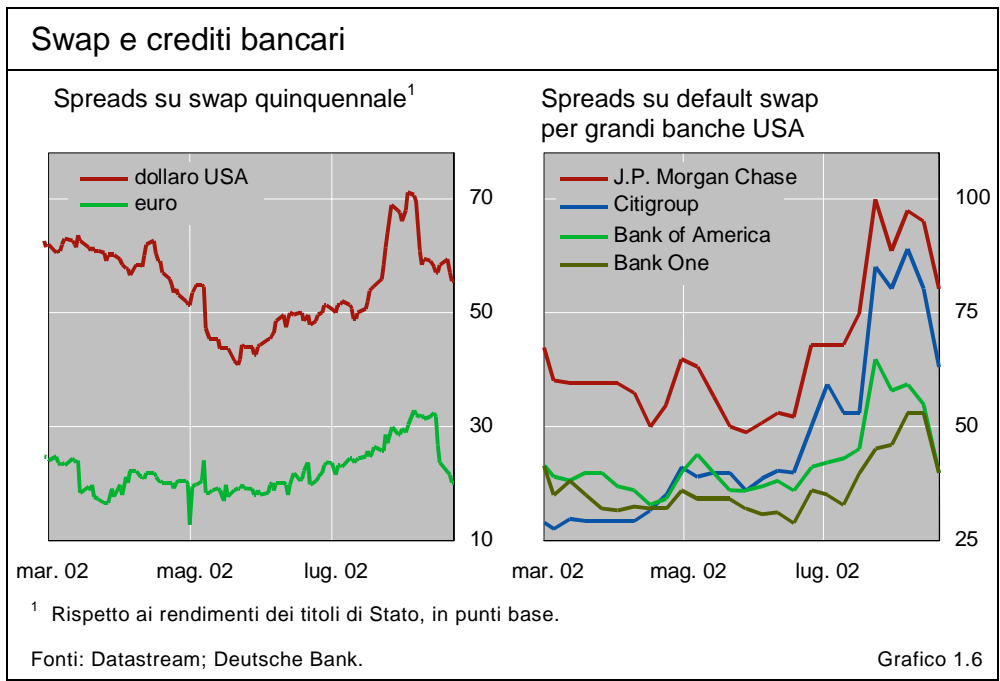
timori circa il governo societario che stavano incidendo pesantemente sui mercati azionari.

È da rilevare che le grandi istituzioni finanziarie sono state fra quelle più colpite dai timori sul merito di credito, e che ciò è avvenuto nel momento in cui il mercato azionario stava indebolendo anche la loro base patrimoniale. Durante il 2001 e agli inizi del 2002 tali timori si erano concentrati sulle società di telecomunicazioni sia in Europa che negli Stati Uniti. A metà del corrente anno, tuttavia, gli operatori hanno rivolto sempre più la loro attenzione alle compagnie di assicurazione e alle grandi banche. In Europa alcune di queste istituzioni hanno denunciato perdite inaspettatamente elevate nei loro portafogli azionari e obbligazionari. Negli Stati Uniti gli investitori sono stati colti di sorpresa dall'esposizione del sistema bancario ai grandi fallimenti. Di conseguenza, nel luglio scorso gli spreads creditizi delle istituzioni finanziarie quotate AA si sono ampliati a un livello quasi pari a quello delle imprese industriali con rating A (grafico 1.4). Poiché le società finanziarie operano con un alto grado di leva e basano la loro capacità concorrenziale su ristretti margini d'interesse, i maggiori costi della raccolta connessi con un abbassamento del merito creditizio possono indebolire la loro capacità di intermediare proficuamente il credito. In passato le società finanziarie statunitensi oggetto di un declassamento avrebbero cercato di ripristinare la loro affidabilità ricorrendo al capitale azionario, ma negli ultimi tempi questa strada è stata loro preclusa.

Per un breve periodo, il rischio di controparte ha rappresentato un problema significativo per il mercato degli swaps. I differenziali di rendimento fra swaps in dollari USA e titoli del Tesoro sono aumentati nettamente, rispecchiando la percezione di un accresciuto rischio associato ai principali intermediari USA in strumenti derivati. Tali differenziali erano cresciuti anche

I timori sull'affidabilità creditizia si diffondono alle imprese finanziarie

Torna a preoccupare il rischio di controparte



fra l'agosto e il settembre 1999, ma in quell'occasione l'incremento era principalmente da ricondurre a temporanee pressioni di liquidità originate dallo spostamento dell'attività di copertura dai Treasuries agli swaps. Nell'ultima settimana di luglio di quest'anno i differenziali sullo swap quinquennale in dollari sono cresciuti di 20 punti base (grafico 1.6), una variazione che ha coinciso con l'intensificarsi delle indagini di Congresso, Securities and Exchange Commission e Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti sul ruolo assunto dalle istituzioni finanziarie nella vicenda Enron. Nello stesso periodo sono aumentati anche gli spreads sui "credit default swaps" (CDS) per le grandi banche commerciali USA, e in particolare per le due sotto inchiesta. Ad agosto i differenziali di swap erano tornati ai livelli precedenti, anche se in alcuni casi quelli riferiti ai CDS sono rimasti relativamente elevati.

Ad aggravare le difficoltà incontrate dai mutuatari nel mercato delle obbligazioni private è intervenuto il calo – per la prima volta dalla sua istituzione – del segmento della commercial paper assistita da attività ("asset-backed commercial paper" – ABCP), che era stato tra gli ultimi a conservare una certa resilienza. Il comparto della CP ordinaria era in fase di contrazione già dal 2001: i declassamenti e la riluttanza delle banche a fornire linee creditizie di appoggio avevano reso difficile la raccolta per le imprese con rating del debito a breve inferiore ad A1/P1. In quanto mercato di strumenti collateralizzati, il segmento ABCP era rimasto immune dai problemi collegati al merito di credito. Nel 2002, tuttavia, le iniziative del Financial Accounting Standards Board statunitense, volte a modificare le regole di consolidamento contabile per gli "special purpose vehicles", hanno dissuaso i principali promotori di ABCP dall'espandere ulteriormente la loro attività in questo ambito.

Rallenta persino il mercato della CP garantita da attività

L'avversione al rischio si propaga agli investitori dei paesi emergenti

Eventi interni e avversione al rischio scuotono i mercati emergenti

Parallelamente all'incremento degli spreads sulle obbligazioni private USA di qualità non bancaria, in giugno e luglio sono aumentati marcatamente anche i differenziali sul debito sovrano delle economie emergenti (grafico 1.7). I mercati finanziari di diversi paesi dell'area, segnatamente il Brasile, sono stati scossi da una combinazione di eventi interni e accresciuta avversione al rischio da parte degli investitori internazionali. In Brasile e Turchia le incertezze di natura politica associate ai crescenti timori circa la sostenibilità dell'onere debitorio hanno inciso pesantemente sui prezzi delle attività e sul valore della moneta. In Uruguay la crisi bancaria è stata accelerata dai deflussi di capitali originati dai prelievi effettuati da depositanti argentini, a loro volta sottoposti a pressioni di liquidità. L'effetto di questi eventi è stato quello di innalzare i premi al rischio in tutta l'area emergente, specie nei paesi con ampi disavanzi di bilancio o con un servizio del debito particolarmente gravoso. Ciò nonostante, per molti mutuatari con merito di credito elevato o in miglioramento, le condizioni di finanziamento sono rimaste favorevoli, dato che i più ampi spreads sono stati compensati dai minori rendimenti in dollari e in euro.

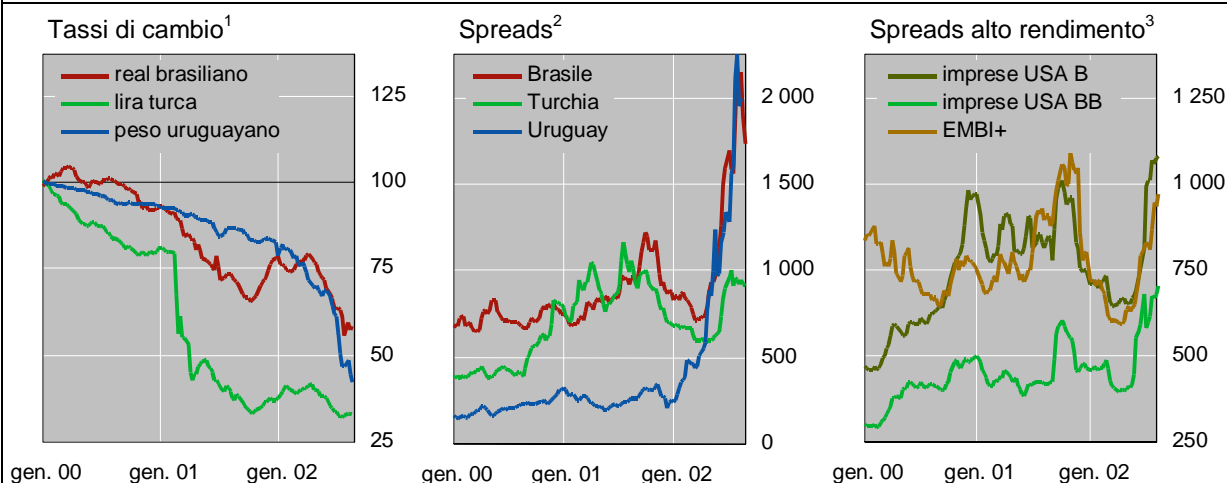
In Turchia il disagio causato dalle condizioni di salute del primo ministro e dalle improvvise dimissioni di alcuni esponenti di spicco del governo è stato all'origine di una fuga dalle attività finanziarie turche fra giugno e gli inizi di luglio. Il cambio della lira ha perso quasi il 15% durante quel periodo, e lo spread sul debito sovrano del paese denominato in dollari è cresciuto di oltre 400 punti base, a circa l'11%. Il raggiungimento di un compromesso ha rasserenato il clima politico in seno all'esecutivo, almeno fino alle prossime elezioni di novembre, mentre l'erogazione dei fondi concordati dal FMI ha in seguito stabilizzato la valuta e i prezzi del debito pubblico.

Le elezioni in Brasile destano preoccupazione fra gli investitori

In Brasile le incertezze connesse con le imminenti elezioni presidenziali e la sostenibilità del disavanzo di bilancio hanno esercitato una pressione analoga sulle attività interne, ma le caratteristiche strutturali del debito pubblico del paese hanno aggravato il problema. Gli investitori hanno cominciato a liquidare attività brasiliane allorché i sondaggi hanno rilevato che il candidato presidenziale della coalizione di governo stava perdendo terreno nei confronti degli aspiranti di altri partiti. L'ondata di vendite ha compresso il valore del real e spinto verso l'alto i tassi di rifinanziamento del debito pubblico. Visto che quest'ultimo è indicizzato in ampia misura al tasso di cambio del real, ne è conseguito un rapido aumento del debito e degli oneri per il suo servizio. Si è presto innescato un circolo vizioso, e fra la metà di aprile e la fine di luglio la moneta ha perso metà del suo valore. Lo spread sul debito sovrano del Brasile denominato in dollari si è pressoché quadruplicato nell'arco di quel periodo, salendo a quasi 2 400 punti base.

Ai primi di agosto l'annuncio di un programma di aiuti finanziari da parte del FMI per complessivi \$30 miliardi ha portato un temporaneo sollievo al paese. Peraltro, l'attuazione differita del pacchetto e lo scetticismo degli operatori sulle capacità dei singoli candidati alla presidenza di far fronte in

Mercati emergenti



¹ Fine dicembre 1999 = 100. Un aumento indica un apprezzamento della valuta nazionale sul dollaro USA. ² In punti base; spreads ponderati dei prestiti sovrani dei paesi emergenti rispetto a notes del Tesoro USA; elaborazioni di J.P. Morgan Chase. Per l'Uruguay, spread di un'obbligazione di Stato priva di cedola. ³ In punti base; per obbligazioni societarie USA, rispetto a notes quinquennali del Tesoro USA.

Fonti: Bloomberg; J.P. Morgan; Merrill Lynch; elaborazioni BRI.

Grafico 1.7

tempi brevi ai requisiti di bilancio da esso imposti hanno annullato buona parte dei guadagni conseguiti dopo l'annuncio. Ad acuire le rinnovate pressioni sulle attività brasiliane è intervenuto, pochi giorni dopo l'annuncio del pacchetto FMI, il declassamento da parte di Moody's del rating sul debito estero del paese alla categoria B2, cinque gradi al disotto del livello di qualità bancaria. Verso la fine di agosto gli spreads sovrani del Brasile si sono nuovamente ridotti grazie al crescente sostegno creatosi intorno al candidato presentato dall'esecutivo, all'apparente stabilizzazione del cambio e al generale calo dell'avversione al rischio.

Il vicino Uruguay è stato costretto nei primi giorni di agosto a chiudere gli sportelli bancari a causa del contagio proveniente dall'Argentina. Nel mese di giugno il paese aveva adottato un regime di libera fluttuazione della valuta di fronte al crollo ai minimi storici di peso argentino e real brasiliano. Le riserve della banca centrale hanno cominciato a calare vertiginosamente in luglio, nel momento in cui i depositanti argentini, impossibilitati a prelevare dai conti interni, hanno deciso di ritirare i loro risparmi dalle banche uruguaiane. Poco dopo gli Stati Uniti hanno messo a disposizione del paese un prefinanziamento di emergenza per \$1,5 miliardi, in attesa di un prestito del FMI di pari ammontare.

L'Uruguay colpito dal contagio

A riprova della perdurante capacità degli investitori di differenziare fra i vari prestiti dei mercati emergenti, i mutuatari a più alto rating sono stati colpiti in maniera relativamente blanda dagli effetti di contagio del Brasile. Nel secondo trimestre 2002 le emissioni di azioni e obbligazioni internazionali in Asia, escluso il Giappone, sono state massicce, grazie soprattutto al più ingente collocamento obbligazionario mai effettuato nella regione, un prestito di \$2,7 miliardi della società petrolifera malaysiana Petronas (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito", a pag. 25). L'attività di emissione pare essere rallentata all'inizio del terzo trimestre, ma i prenditori con merito di credito

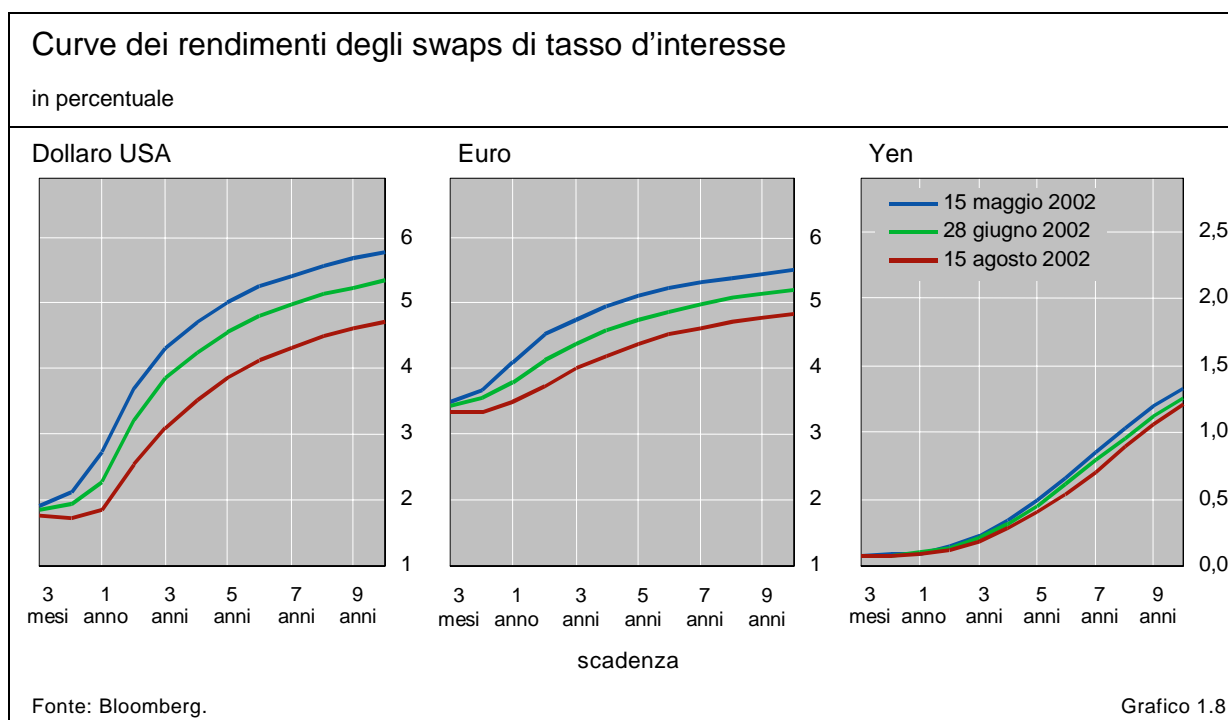
Restano bassi i costi dell'indebitamento per i mutuatari ad alto rating

elevato o in miglioramento hanno conservato un favorevole accesso ai mercati internazionali. Mentre i differenziali sono cresciuti in misura modesta in luglio e agosto anche per i prenditori di qualità bancaria come la Corea, il notevole calo dei rendimenti in dollari e in euro ha di fatto ridotto i costi dell'indebitamento per molti emittenti. Inoltre, gli investitori si sono mostrati ricettivi nei confronti delle "matricole": la banca centrale dell'Iran, ad esempio, è tornata a raccogliere fondi sul mercato obbligazionario internazionale per la prima volta dalla rivoluzione del 1979, collocando a fine luglio un prestito per €625 milioni.

Dalle curve dei rendimenti emerge ottimismo nel lungo termine

Le variazioni delle curve dei rendimenti hanno messo in luce un accresciuto pessimismo circa le prospettive a breve termine dell'economia globale. In giugno e luglio, mentre l'attenzione dei mercati azionari e obbligazionari era focalizzata sul rischio di evento, gli investitori che assumono posizioni sui movimenti della curva di rendimento hanno continuato a concentrarsi sui dati di fondo dell'economia. Questi mostravano una decisa inversione fra i primi mesi dell'anno e il periodo estivo, quando le grandi speranze in una ripresa sostenuta hanno ceduto il passo ai timori circa un possibile "double dip" dell'economia reale. Il disappunto ha toccato il culmine il 31 luglio, con le deludenti stime provvisorie del PIL statunitense per il secondo trimestre, e il 2 agosto, allorché sono stati resi noti dati sorprendentemente bassi sull'occupazione USA nell'industria e nei servizi. Le curve dei rendimenti di swap, che erano rimaste relativamente stabili fino a metà maggio, hanno registrato una significativa inflessione nel trimestre successivo (grafico 1.8). Data la maggiore attenzione degli investitori ai dati congiunturali americani, l'inclinazione della curva dei rendimenti in dollari è stata più marcata rispetto a

Flessione della curva di fronte agli annunci deludenti



quella dell'euro. In Giappone, per converso, l'assenza di movimenti nella curva in yen ha rispecchiato una sostanziale invarianza nelle aspettative sull'economia nipponica.

I profili delle curve dei rendimenti in dollari e in euro nel segmento a breve hanno evidenziato un'inversione nelle aspettative di politica monetaria. Agli inizi dell'anno un'inclinazione relativamente ripida nelle scadenze brevi stava a indicare le attese di possibili aumenti dei tassi ufficiali. Ad agosto le curve presentavano un insolito appiattimento, scontando una distensione, più che un inasprimento, delle condizioni monetarie. La riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) del 13 agosto, che avrebbe palesato il corso della politica monetaria USA, è stato un evento atteso con particolare trepidazione. Di fatto, il FOMC ha deciso che non era il momento di abbassare i tassi ufficiali. Il giorno dopo i rendimenti swap a due anni in dollari sono scesi al 2,3%, un livello mai toccato in precedenza, e gli operatori sono sembrati convinti che la Fed avrebbe allentato le condizioni monetarie entro la fine dell'anno. In Europa, il crescente valore dell'euro ha contribuito a fugare i timori circa un possibile aumento dei tassi nell'immediato futuro.

Pur mostrando un maggiore scetticismo circa le possibilità di una ripresa dell'economia nel breve periodo, gli operatori sembrano aver condiviso un certo ottimismo per le prospettive a medio-lungo termine. Le curve dei rendimenti in dollari e in euro oltre le scadenze a un anno sono rimaste relativamente ripide. Se il calo dei rendimenti a lunga seguito alla riunione del FOMC in agosto ha messo in luce l'immediata delusione dei mercati per il mancato taglio dei tassi, il brusco aumento di tali rendimenti due giorni dopo ha invece rispecchiato una valutazione più positiva. A metà agosto il differenziale fra i rendimenti swap decennali e quelli a un anno ammontava a 281 punti base per il dollaro e a 135 punti base per l'euro. L'appiattimento delle curve nel segmento a breve e la loro ripida inclinazione in quelli a più lungo termine indicavano che l'atteso allentamento monetario sarebbe stato sufficiente a sostenere una robusta ripresa in futuro.

Le aspettative di un allentamento monetario appiattiscono le curve a breve ...

... mentre l'ottimismo a più lungo termine le mantiene ripide nelle scadenze medio-lunghe

Operazione "bilanci puliti": il "Sarbanes-Oxley Act" del 2002

Il 30 luglio è stato approvato negli Stati Uniti il "Sarbanes-Oxley Act" del 2002. Esso rappresenta una risposta alla serie di irregolarità contabili che hanno scosso la fiducia degli investitori nei mercati azionari USA. I suoi principali obiettivi sono assicurare la trasmissione agli operatori di informazioni tempestive ed affidabili da parte delle imprese, migliorare il sistema delle responsabilità in capo ai dirigenti societari e promuovere l'autonomia della funzione di auditing. Con la ratifica della legge viene riconosciuta l'importanza di corrette informazioni sulle singole società per l'appropriato funzionamento dei mercati nell'allocazione del capitale^①.

Il "Sarbanes-Oxley Act" introduce modifiche di vasta portata alla legislazione vigente e una serie di nuovi requisiti destinati agli organi esecutivi e di direzione delle "public companies" USA. Esso avrà notevoli implicazioni per le società quotate sui mercati americani e per diverse professioni. La responsabilità per la sua applicazione è demandata alla Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense. Nel presente riquadro viene presentata una sintesi dei principali elementi delle nuove norme^②.

^① Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, *72ª Relazione annuale*, Cap. VI, luglio 2002, Basilea. ^② Questa nota si rifà in parte a Wilmer, Cutler e Pickering, *Corporate and Securities Law Developments*, 31 luglio 2002.

Informativa al pubblico. La legge pone l'accento sul fatto che i bilanci presentati alla SEC debbano riprodurre in maniera corretta la situazione finanziaria e il risultato operativo delle società quotate, comprese tutte le rettifiche contabili materialmente effettuate in conformità dei "principi contabili generalmente accettati" ("Generally Accepted Accounting Principles" – GAAP) e/o delle norme e dei regolamenti della SEC. Una delle prescrizioni più significative impone all'amministratore delegato ("chief executive officer" – CEO) e al responsabile finanziario ("chief financial officer" – CFO) di certificare la veridicità dei bilanci annuali e trimestrali trasmessi alla SEC³. Apponendo la loro firma, essi attestano di aver controllato il prospetto, che esso presenta in maniera corretta le condizioni finanziarie e il risultato operativo della società ed è conforme in ogni sua parte alle disposizioni di cui al "Securities Exchange Act" del 1934. Nuove norme di diritto penale assoggettano a sanzioni pecuniarie e/o detentive i CEO e i CFO che abbiano deliberatamente certificato un bilancio falso o non conforme.

Disposizioni concernenti transazioni e altre attività effettuate da amministratori e dirigenti aziendali. I manager titolari di azioni della società sono tenuti a notificare ogni variazione del loro portafoglio entro due giorni lavorativi dalla transazione. Salvo limitate eccezioni, alla società è fatto inoltre divieto di concedere prestiti ad amministratori e dirigenti aziendali a valere sul proprio bilancio.

Comitati di controllo interno. Le nuove norme stabiliscono che il comitato di controllo interno ("audit committee") di una società debba essere composto esclusivamente da amministratori indipendenti (che non hanno titolo ad alcuna indennità di consulenza, né possono essere "affiliati" a persone collegate alla società). Inoltre, la legge demanda a tale comitato la responsabilità diretta per la nomina e il controllo della società di revisione, nonché in materia di adozione delle procedure per la ricezione e il trattamento dei reclami concernenti la contabilità (compresi quelli presentati in forma anonima da impiegati e aventi ad oggetto pratiche contabili discutibili). I comitati di controllo interno avranno inoltre la facoltà di avvalersi di consulenti indipendenti per l'espletamento dei loro compiti.

Indipendenza e obblighi dei revisori. Per poter certificare il bilancio di una società, i revisori contabili dovranno ottemperare ad alcuni obblighi. Fra di essi figura il divieto di offrire alla società di cui certificano i bilanci taluni servizi diversi dalla revisione, quali la tenuta della contabilità, la progettazione dei sistemi d'informazione finanziaria, servizi attuariali, consulenza nel campo degli investimenti e assistenza legale. Inoltre, il revisore capo non potrà svolgere la funzione di auditing per una data impresa per più di cinque esercizi finanziari consecutivi.

Nuove sanzioni penali e rafforzamento di quelle esistenti. La legge prevede il perseguimento in sede penale di nuovi reati mediante sanzioni di natura pecuniaria e/o detentiva. Tali reati includono la consapevolezza o la certificazione volontaria di bilanci non conformi o inaccurati, le frodi concernenti la compravendita di titoli della società quotata e la distruzione o la manomissione di evidenze contabili con l'intento di ostacolare gli accertamenti da parte di un'agenzia federale. Vengono inoltre inasprite le esistenti sanzioni per illeciti e frodi perpetrati dalle società. Infine, le ritorsioni o le azioni nocive nei confronti di informatori entrano a far parte dei reati punibili con la reclusione.

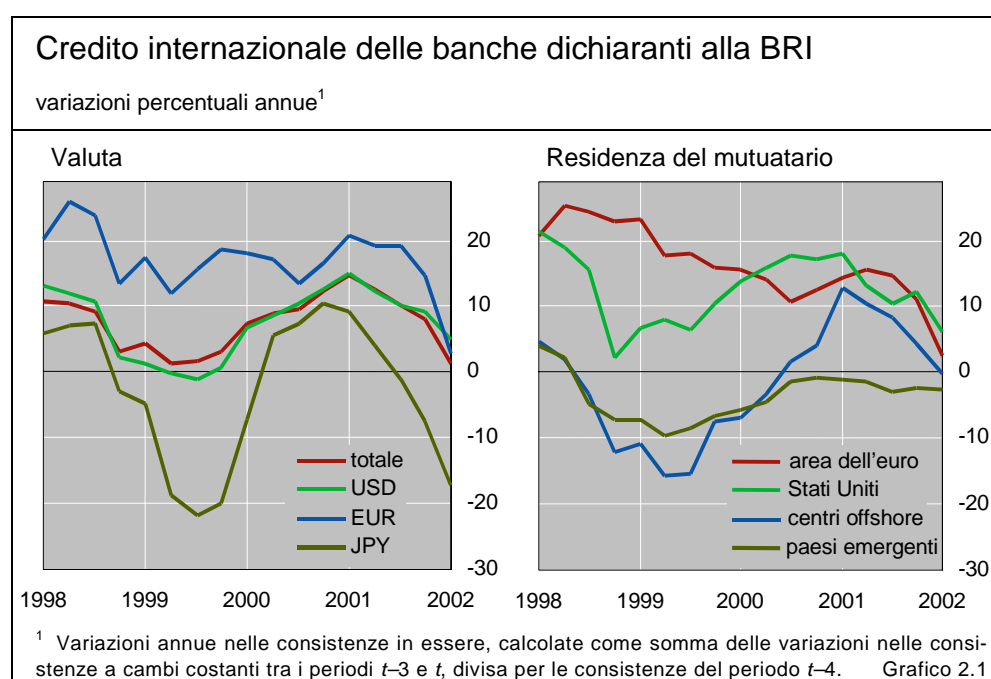
Altre disposizioni. Il "Sarbanes-Oxley Act" istituisce inoltre il Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), cui sono conferiti ampi poteri nel fissare i requisiti professionali e nel regolamentare la condotta delle società di revisione contabile, sotto la sorveglianza della SEC. Al PCAOB spettano altresì i compiti di valutare se i GAAP, che hanno attualmente natura regolamentare, debbano essere trasformati in un sistema basato su principi di carattere generale, e di esaminare diverse problematiche in materia contabile, come le società veicolo. La legge attribuisce inoltre alla SEC il potere di dirimere i conflitti d'interesse fra gli analisti di borsa⁴.

³ Tutte le 14 000 imprese quotate sui mercati azionari USA erano tenute a certificare i loro bilanci entro il 29 agosto. ⁴ Nel maggio 2002 la SEC aveva già approvato le proposte avanzate dalla National Association of Securities Dealers e dal New York Stock Exchange per affrontare tali conflitti. Le nuove norme richiedono alle istituzioni di rendere noti sia i loro ordini (di acquisto, vendita o detenzione), sia le relazioni di investimento con le imprese destinatarie di tali ordini, e assicurano la separazione delle funzioni di ricerca e di "investment banking". La SEC potrebbe introdurre nuove regole al termine di un'inchiesta sulle prassi di mercato.

2. Il mercato bancario internazionale

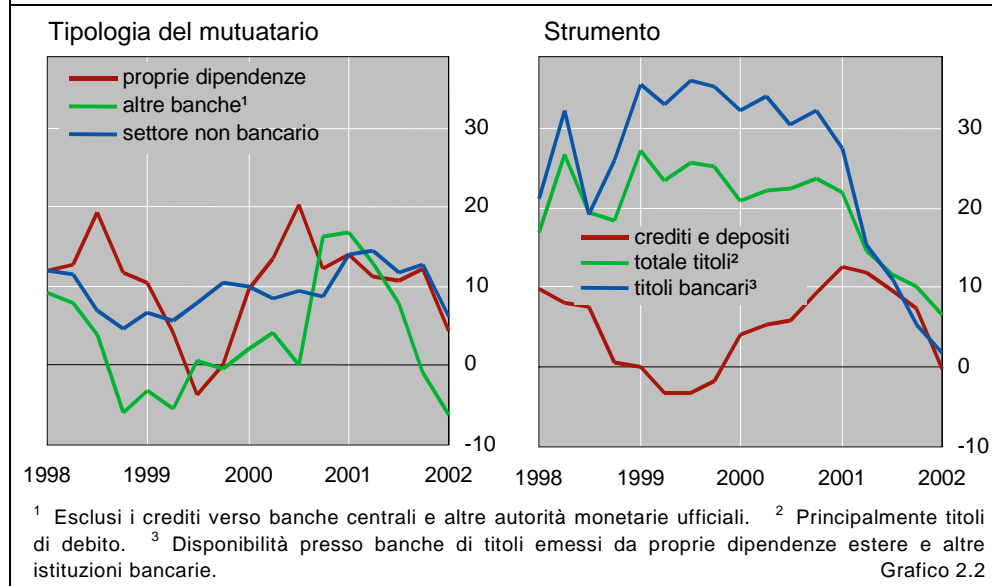
Il rallentamento che aveva caratterizzato l'attività bancaria internazionale per buona parte del 2001 è divenuto più pronunciato nel primo trimestre 2002, allorché quasi tutti i segmenti del mercato hanno mostrato una debole dinamica. Mentre la decelerazione dell'attività nel 2001 era stata essenzialmente determinata dal calo dei crediti interbancari, nel primo trimestre di quest'anno essa è stata amplificata dalla flessione delle posizioni creditorie verso proprie dipendenze estere e mutuatari non bancari. Tale rallentamento sembra dovuto in ampia misura alla contenuta domanda di credito bancario ma, dal lato dell'offerta, vi ha contribuito altresì la ridotta partecipazione delle banche giapponesi.

Ad eccezione dell'America latina, la frenata nell'espansione globale del credito non ha influito in modo particolare sui finanziamenti a favore dei mercati emergenti. Le banche hanno generalmente mantenuto le loro esposizioni verso Asia ed Europa o, nel caso di specifici paesi, le hanno persino aumentate. Tuttavia, le attività bancarie nei confronti delle economie latino-americane, in special modo dell'Argentina, hanno subito un calo. In aggiunta a ciò, i residenti dell'America latina e del Medio Oriente hanno rimpatriato fondi



Credito internazionale delle banche dichiaranti alla BRI

variazioni percentuali annue



depositati all'estero, dando origine per il secondo trimestre consecutivo ad afflussi netti di fondi dalle banche dichiaranti alla BRI verso l'area emergente.

Rallenta il credito internazionale verso tutti i settori

Il tasso di crescita dei crediti bancari internazionali è il più basso da metà 1999

Nel primo trimestre 2002 l'espansione dei crediti bancari internazionali è scesa all'1% su base annua, rispetto all'8% del trimestre precedente (grafico 2.1). Si tratta del più brusco calo mai registrato dalla fine del 1998 e del ritmo di crescita più lento da metà 1999. Su base non destagionalizzata, tra fine dicembre 2001 e fine marzo 2002 le consistenze in essere di attività transfrontaliere contabilizzate da banche dell'area dichiarante sono aumentate di \$31 miliardi, a \$11,6 trilioni (tabella 2.1).

Debole il credito verso gran parte delle regioni e in tutti i settori

Gli impieghi bancari sono stati deboli verso la maggior parte delle regioni: nell'area dell'euro essi hanno subito una decelerazione particolarmente marcata, crescendo del 3% soltanto su base annua, contro il 12% dell'ultimo trimestre 2001. Il tasso annuo di espansione dei crediti verso gli Stati Uniti ha mostrato una tenuta migliore rispetto ad altre regioni, ma è comunque rallentato al 6%, dal 12% del quarto trimestre dello scorso anno.

Inoltre, la decelerazione dell'attività creditizia ha interessato tutti i settori (grafico 2.2). I finanziamenti a banche non collegate avevano già cominciato a indebolirsi nel corso dell'anno passato, accusando una contrazione del 6% tra fine marzo 2001 e fine marzo 2002. La crescita delle esposizioni internazionali verso altri settori era rimasta stabile nel 2001, ma nel primo trimestre 2002 il rallentamento si è esteso al di là del mercato interbancario. Nel periodo in esame, il tasso annuo di espansione delle posizioni intragruppo - una quota importante delle quali origina da flussi circolari transitati presso centri bancari internazionali - è calato al 4%, dal 12% del trimestre precedente, mentre quello delle attività verso imprese e altri soggetti non bancari è sceso dal 13 al 6%.

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI								
variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA ¹								
	2000	2001	2001				2002	Stock a fine marzo 2002
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale attività	1 221,9	858,9	729,2	-79,9	-25,3	234,8	31,1	11 562,9
Per strumento								
Crediti e depositi	738,1	613,3	603,4	-89,6	-64,0	163,5	-19,7	8 774,4
Titoli ²	483,8	245,6	125,8	9,7	38,7	71,3	50,8	2 788,4
Per valuta								
Dollaro USA	513,3	432,1	231,0	-5,3	18,5	187,9	37,0	5 282,8
Euro	455,6	438,1	396,9	8,2	45,7	-12,6	45,8	3 322,9
Yen	94,6	-65,3	-6,0	-14,9	-51,0	6,6	-81,3	626,3
Altre valute ³	158,4	54,1	107,3	-67,8	-38,4	52,9	29,5	2 330,8
Per tipologia del mutuatario								
Proprie dipendenze	408,3	443,4	185,3	-63,2	89,8	231,5	-95,4	3 679,3
Altre banche ⁴	524,8	-31,1	270,5	-92,1	-115,8	-93,7	70,5	3 930,2
Settore non bancario	288,8	446,5	273,5	75,4	0,7	97,0	55,9	3 953,3
Per residenza del mutuatario								
Economie avanzate	1 133,3	800,8	661,9	-51,3	-14,5	204,6	22,5	8 967,6
Area dell'euro	389,0	368,4	332,3	34,4	-6,6	8,2	50,3	3 577,5
Giappone	-12,0	-23,3	-1,6	-25,1	-24,6	28,0	-51,8	462,8
Stati Uniti	309,2	251,7	129,5	16,7	23,9	81,6	11,0	2 361,6
Centri offshore	51,4	55,2	50,5	-23,3	3,2	24,9	-6,7	1 460,7
Economie emergenti	-7,8	-20,6	-1,5	-4,9	-16,9	2,7	-4,7	858,8
Non classificate ⁵	45,0	23,5	18,3	-0,3	2,9	2,6	19,9	275,7
Per memoria: attività sull'interno ⁶	207,5	93,5	122,3	-30,8	2,1	-0,1	63,0	1 624,4

¹ Non depurate degli effetti stagionali. ² Principalmente titoli di debito. Le altre attività ammontano a meno del 5% del totale in essere. ³ Comprese quelle non classificate. ⁴ Non comprende proprie dipendenze, autorità monetarie ufficiali (ad esempio, banche centrali) e operatori non bancari. I dati indicati per questa voce possono differire da quelli riportati nella tabella 8 dell'Allegato statistico a causa di errori od omissioni. ⁵ Comprese le attività verso organizzazioni internazionali. ⁶ Attività in valuta verso residenti del paese in cui ha sede la banca dichiarante.

Tabella 2.1

Nonostante il rallentamento dell'espansione creditizia, le banche hanno continuato a effettuare ingenti emissioni mobiliari: nel primo trimestre le consistenze in essere di certificati di deposito e altri titoli collocati da banche dell'area dichiarante presso non residenti sono cresciute dell'11% su base annua, in linea con l'aumento del trimestre precedente. Mentre in passato tali emissioni erano state sottoscritte in ampia misura da banche, nei trimestri più recenti queste ultime hanno drasticamente ridotto gli acquisti di titoli bancari internazionali: nel primo trimestre 2002 il loro tasso annuo di crescita è sceso al 2%, da quasi il 30% di un anno prima. Per contro, investitori istituzionali e imprese che avevano precedentemente investito fondi a breve sul mercato della commercial paper (CP) hanno aumentato le proprie disponibilità di certificati di deposito, in risposta al declino delle emissioni di CP e ai crescenti timori circa il rischio di credito societario.

Le banche riducono gli acquisti di titoli

Le banche giapponesi riducono nuovamente le loro esposizioni

Il rallentamento del credito bancario internazionale nel primo trimestre 2002 è stato esacerbato da ulteriori riduzioni delle posizioni sull'estero delle banche giapponesi. Nel periodo in esame queste hanno infatti subito una contrazione del 13% su base annua, annullando completamente la graduale espansione che era seguita alla ricapitalizzazione del sistema bancario agli inizi del 1999 (grafico 2.3). Tale ridimensionamento è stato in massima parte determinato da vendite di titoli esteri e dalla minore attività interbancaria ma, a differenza del biennio 1998-99, le posizioni intragruppo delle banche nipponiche sono rimaste pressoché invariate.

Le banche giapponesi realizzano profitti su obbligazioni estere ...

Il credito verso soggetti non bancari è stato particolarmente debole. Nel trimestre sotto rassegna le banche giapponesi hanno realizzato profitti sui loro portafogli di obbligazioni estere, vendendo agli inizi dell'anno parte dei titoli di Stato e di agenzie europee e statunitensi che avevano acquistato nella seconda metà del 2001 in prospettiva di una diminuzione dei tassi d'interesse. Al calo delle attività verso soggetti non bancari ha altresì contribuito la ristrutturazione dei fondi comuni d'investimento nipponici. Nel primo trimestre 2002 alcuni investitori istituzionali hanno liquidato le proprie partecipazioni all'estero, trasferendone le contropartite in Giappone. Poiché tali partecipazioni erano detenute tramite conti bancari fiduciari, la loro chiusura ha determinato un'ampia flessione nelle posizioni delle banche giapponesi verso soggetti non bancari, in particolare residenti nei centri offshore¹.

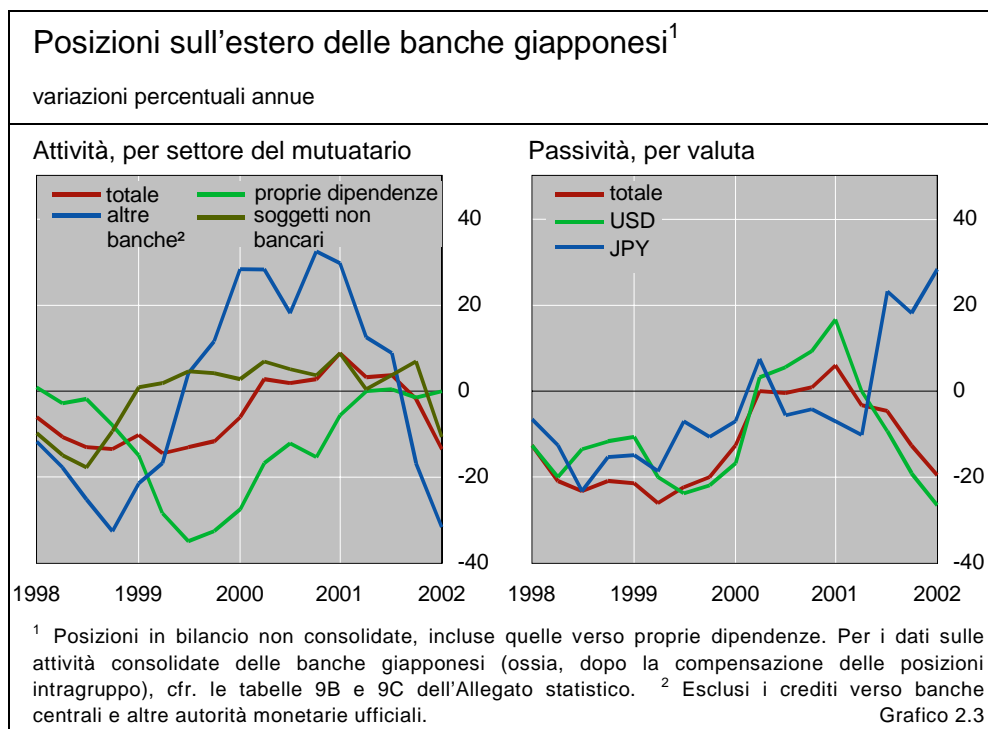
... riducono l'attività interbancaria ...

Inoltre, le banche nipponiche hanno continuato a liquidare le proprie posizioni verso altre banche non collegate. Nel periodo in esame le loro attività interbancarie sull'estero hanno subito una contrazione del 32% su base annua, una percentuale mai registrata dagli inizi del 1999, prima della ricapitalizzazione del sistema bancario. Tuttavia, nonostante la contrazione dell'attività interbancaria, durante la recente fase di ridimensionamento le banche giapponesi hanno mantenuto le loro posizioni intragruppo, contrariamente a quanto avvenuto nel 1998-99, allorché la chiusura di molte dipendenze estere ne aveva provocato una drastica flessione.

... e ricorrono agli swaps valutari per finanziarsi in dollari

Tra fine marzo 2001 e fine marzo 2002 le vendite di titoli esteri, unitamente al ritiro dal mercato interbancario, hanno contribuito a una contrazione del 26% dello stock in essere di passività esterne in dollari USA delle banche nipponiche. Le passività in dollari si sono ulteriormente ridotte a causa dello spostamento dai fondi non garantiti raccolti sul mercato interbancario a quelli reperiti sul comparto degli swaps valutari, di fatto assistiti da garanzia. Negli ultimi trimestri le diminuzioni di passività esterne in valuta delle banche giapponesi si sono accompagnate ad aumenti delle passività in yen delle loro dipendenze estere. I fondi in yen sembrano essere stati incanalati verso tali dipendenze, che li hanno scambiati contro dollari o altre

¹ A differenza della maggior parte degli altri paesi dichiaranti, il Giappone segnala le operazioni fiduciarie fra le attività e passività internazionali delle banche residenti. Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, *Guide to the international banking statistics*, luglio 2000, pag. 23.



valute mediante operazioni di swap. In particolare, a differenza del periodo 1998–99 – quando un forte aumento del premio applicato sul mercato interbancario internazionale alle banche nipponiche (il cosiddetto “premio Giappone”) aveva costretto queste ultime a ridurre l’indebitamento in dollari – durante la prima parte di quest’anno tale margine è rimasto stabile.

Differenze tra gli ultimi due cicli congiunturali dell’attività bancaria

L’ultimo ciclo dell’attività bancaria internazionale si differenzia dal precedente rallentamento non solo per quanto riguarda le cause del disimpegno delle banche giapponesi dal mercato bancario internazionale, ma anche per alcuni altri importanti aspetti, tra cui le forze che l’hanno determinato, gli acquisti di titoli di debito e i finanziamenti ai mercati emergenti.

Mentre il rallentamento del 1997–99 era stato innescato dalle crisi finanziarie nei paesi emergenti e in Giappone, l’ultimo ciclo sembra derivare in gran parte dalla decelerazione dell’economia globale. Il calo del tasso di espansione del credito bancario internazionale nel 2001–02 si è verificato pressoché in concomitanza con la comparsa di segni di debolezza economica nei maggiori paesi. Al calare della domanda di credito per investimenti e scorte da parte delle imprese, l’espansione delle posizioni creditorie – sia interne sia transfrontaliere – è rallentata. Nel 2001 la brusca contrazione dell’attività di M&A e dell’indebitamento del settore telecom hanno ulteriormente depresso la domanda di finanziamenti bancari. Dal lato dell’offerta la situazione è stata aggravata dal deterioramento della qualità creditizia degli impieghi bancari e dal conseguente inasprimento dei criteri di affidamento².

L’ultimo ciclo bancario è stato innescato dal rallentamento economico globale ...

² Banca dei Regolamenti Internazionali, *72ª Relazione annuale*, luglio 2002, pagg. 130-150.

Inoltre, a differenza del precedente rallentamento, nel corso del ciclo più recente gli acquisti di titoli da parte delle banche sono calati parallelamente all'attività creditizia. Nel periodo precedente l'introduzione della moneta unica europea nel gennaio 1999 e nei mesi seguenti, la spettacolare crescita delle disponibilità bancarie di titoli in euro aveva in parte controbilanciato la minore espansione del credito. A fine 2000 il processo di aggiustamento dei portafogli indotto dall'unione monetaria si era però esaurito; di conseguenza, dopo vari anni di aumenti pari ad almeno il 20%, all'inizio del 2001 il tasso annuo di espansione delle disponibilità in titoli esteri delle banche ha cominciato a rallentare, per scendere al 7% nel primo trimestre 2002 (grafico 2.2). Gli acquisti di titoli di Stato hanno contribuito a sostenere la crescita dei portafogli di titoli esteri non bancari ma, come osservato in precedenza, le sottoscrizioni di titoli emessi dalle banche sono diminuite nettamente.

... ma, a differenza del 1997-99, i finanziamenti ai mercati emergenti sono rimasti praticamente invariati

Altro elemento distintivo dell'ultimo ciclo dell'attività bancaria internazionale rispetto al rallentamento precedente è che, mentre nel 1997-99 i finanziamenti alle economie emergenti avevano subito una flessione significativa, negli ultimi trimestri le banche si sono mostrate più disposte a mantenere le proprie posizioni. Nei primi tre mesi di quest'anno le attività in essere verso l'insieme dei paesi emergenti si sono contratte del 3% su base annua, un ritmo all'incirca equivalente a quello dei trimestri precedenti. Questa relativa stabilità riflette in parte il fatto che molte banche avevano già ampiamente ridimensionato le proprie esposizioni verso tali paesi.

I prelievi tornano a sostenere i flussi verso i paesi emergenti

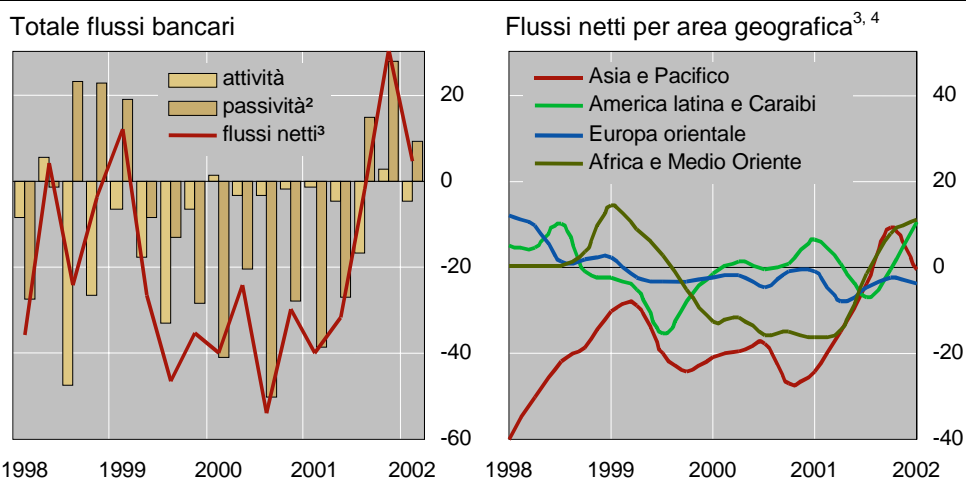
Anche se i crediti bancari internazionali alle economie emergenti non hanno in genere seguito il ciclo dell'attività globale, alcuni paesi – specie in America latina – hanno dovuto far fronte a condizioni di finanziamento sempre più difficili. Tuttavia, nel primo trimestre 2002 i flussi bancari verso i mercati emergenti hanno continuato a essere dominati da spostamenti di depositi più che da riduzioni delle attività. Dopo essere costantemente cresciuti tra metà 1999 e metà 2001, i depositi collocati dai paesi emergenti presso banche dell'area dichiarante avevano cominciato a diminuire nel terzo trimestre 2001 (grafico 2.2 e tabella 2.2). Nei primi tre mesi di quest'anno i residenti dei paesi emergenti dell'Asia hanno ripreso a depositare fondi all'estero, mentre quelli di America latina e Medio Oriente hanno nuovamente effettuato ingenti prelievi.

Molti paesi emergenti conservano l'accesso al mercato bancario internazionale

Nel periodo in esame molte economie emergenti dell'Asia e dell'Europa orientale, nonché i paesi esportatori di petrolio, hanno mantenuto un facile accesso al mercato bancario internazionale. Le banche hanno continuato a incrementare le proprie posizioni nei confronti di Malaysia e Filippine, mentre le operazioni pronti contro termine hanno sospinto i crediti verso la Corea. I finanziamenti internazionali a Polonia e Russia sono rimasti sostenuti, e sono considerevolmente aumentati i prestiti all'Iran e agli Emirati Arabi Uniti. I dati più recenti sui prestiti consorziali indicano che i mutuatari di alcuni di questi paesi sono rimasti attivi anche nel secondo trimestre (cfr. "I prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2002", a pag. 23).

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti¹

variazioni nelle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA



¹ Un valore positivo indica un afflusso di fondi da banche dell'area dichiarante verso le economie emergenti, un valore negativo indica un deflusso dai paesi emergenti. ² Un valore positivo (negativo) indica un decremento (incremento) nelle passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle economie emergenti. ³ Variazioni nelle attività meno variazioni nelle passività. ⁴ Media mobile di due trimestri. Grafico 2.4

Nella regione Asia-Pacifico i nuovi prestiti erogati ad alcuni paesi sono stati compensati da ulteriori rimborsi da parte di altri, oltretutto da reiterati prelievi di depositi (grafico 2.4). I flussi netti (attività meno passività) verso la regione provenienti da banche dichiaranti, che negli ultimi mesi del 2001 avevano assunto valori positivi, hanno subito una nuova inversione di tendenza nel periodo in esame: i deflussi sono ammontati a \$11 miliardi nel primo trimestre, a fronte di afflussi per \$10 miliardi nel trimestre precedente. Le banche di Corea, Taiwan (Cina) e Pakistan hanno collocato depositi presso banche estere per un ingente ammontare, contrariamente a quelle della Cina continentale, che hanno continuato a rimpatriare fondi dopo aver depositato all'estero somme considerevoli tra metà 1999 e metà 2001 (cfr. "L'aumento della liquidità in valuta estera delle banche in Cina", a pag. 71). Nel primo trimestre queste istituzioni hanno inoltre rimborsato il proprio debito bancario esterno, determinando una considerevole contrazione delle attività bancarie internazionali verso la Cina continentale. Sono nuovamente diminuite le esposizioni nei confronti di residenti indonesiani; per controbilanciare in parte questo calo, le banche del paese hanno ritirato fondi collocati presso gli istituti dichiaranti alla BRI.

Anche nei paesi emergenti europei i nuovi prestiti sono stati compensati da un aumento dei depositi esteri, dando luogo a flussi netti dalla regione verso le banche dell'area dichiarante per \$4 miliardi. Un ammontare ingente di fondi è stato convogliato verso queste ultime da istituti in Russia e Polonia. Va notato che i deflussi dalla Turchia sono rallentati considerevolmente nel primo trimestre. Le attività sono addirittura aumentate per la prima volta dalla fine del 2000 (+\$1 miliardo), anche se l'incremento è stato più che compensato dai

Aumentano i depositi di Asia ed Europa emergente ...

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA

	Posizioni delle banche ¹	2000	2001	2001				2002	Stock a fine marzo 2002
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale ²	Attività	-7,8	-20,6	-1,5	-4,9	-16,9	2,7	-4,7	858,8
	Passività	140,1	23,2	38,7	26,9	-14,9	-27,5	-9,0	1 071,5
Arabia Saudita	Attività	0,1	-2,4	-1,9	0,1	-1,6	1,0	0,2	23,7
	Passività	10,9	-9,7	4,7	-1,4	-5,7	-7,3	-5,1	46,0
Argentina	Attività	1,2	-5,8	-1,7	1,6	-2,4	-3,3	-4,4	36,4
	Passività	3,1	-16,7	-6,0	2,3	-1,9	-11,1	-0,9	22,7
Brasile	Attività	9,5	0,9	4,0	0,1	-1,1	-2,2	0,7	95,5
	Passività	-4,6	0,4	-2,6	2,2	4,9	-4,1	1,7	49,0
Cile	Attività	0,3	0,2	0,5	0,4	-0,9	0,2	-0,4	18,4
	Passività	-1,5	-1,0	-0,3	0,2	-0,4	-0,6	0,3	14,8
Cina	Attività	-5,4	-3,5	-1,8	1,5	-2,7	-0,6	-7,3	46,7
	Passività	35,7	-6,5	0,7	3,5	-6,6	-4,0	-7,0	86,5
Corea	Attività	-4,8	-0,2	3,3	-2,6	1,0	-2,0	6,6	68,6
	Passività	-1,7	1,7	4,6	-2,2	-2,4	1,7	11,8	40,5
Indonesia	Attività	-3,6	-5,4	-0,8	-1,5	-2,3	-0,8	-1,3	33,7
	Passività	-1,0	1,1	1,5	-0,7	-0,4	0,7	-1,4	12,6
Messico	Attività	-1,0	4,9	4,9	-0,2	-1,9	2,1	0,7	63,1
	Passività	6,9	8,9	3,2	0,6	4,5	0,6	-15,5	47,1
Russia	Attività	-6,6	1,3	-1,2	0,3	0,2	2,1	1,4	37,6
	Passività	7,2	5,2	3,8	2,6	-2,8	1,7	3,6	32,0
Sudafrica	Attività	0,6	-0,4	0,5	-0,5	0,8	-1,1	-1,5	16,2
	Passività	0,4	2,1	1,2	0,6	1,1	-0,9	0,2	16,2
Thailandia	Attività	-7,8	-3,5	-1,0	-0,8	-3,1	1,4	-2,2	20,7
	Passività	1,9	1,3	0,3	1,0	-0,5	0,5	-0,7	14,8
Turchia	Attività	11,3	-12,0	-2,2	-5,1	-0,9	-3,7	1,0	37,3
	Passività	2,3	-2,1	-1,2	0,4	0,8	-2,1	1,7	19,9
<i>Per memoria: paesi candidati alla UE³</i>	Attività	7,5	6,3	1,0	1,7	-0,4	4,1	1,3	73,3
	Passività	5,5	9,9	4,5	-0,2	0,9	4,8	-0,6	62,2
<i>membri dell'OPEC</i>	Attività	-11,4	-14,1	-7,5	-2,5	-5,1	1,1	3,5	128,8
	Passività	37,7	-2,8	13,3	2,1	-9,7	-8,5	-5,5	236,7

¹ Posizioni esterne di bilancio delle banche dichiaranti alla BRI. Per le passività, principalmente depositi. Un incremento delle attività (passività) rappresenta un afflusso (deflusso) di fondi alle (dalle) economie emergenti. ² Insieme delle economie emergenti. Per i dettagli su altri paesi, cfr. tabelle 6-7 dell'Allegato statistico. ³ Paesi impegnati in negoziati per l'accesso all'Unione europea, ossia Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria. Tabella 2.2

maggiori depositi interbancari sull'estero delle banche turche. L'aumento delle attività origina da operazioni pronti contro termine tra banche negli Stati Uniti e banche in Turchia; gli impieghi bancari di altri paesi hanno continuato a diminuire. Nel secondo trimestre 2002 le banche turche hanno raccolto \$545 milioni sul mercato dei prestiti consorziali, destinati in gran parte ai crediti commerciali e al rifinanziamento di linee creditizie in scadenza.

... mentre l'Arabia Saudita e altri paesi esportatori di petrolio ritirano fondi

A differenza di gran parte dell'Asia e dei paesi emergenti europei, i residenti di Medio Oriente e Africa hanno ritirato fondi da banche estere per il terzo trimestre consecutivo. Unitamente alla concessione di nuovi crediti bancari, ciò ha determinato nel primo trimestre 2002 flussi netti per \$7 miliardi

verso la regione. Tali fondi si sono per lo più diretti verso i paesi esportatori di petrolio, segnatamente l'Arabia Saudita. La quasi totalità dei prelievi è stata effettuata a valere su conti in dollari presso banche in Europa.

Gli afflussi verso i paesi esportatori di petrolio sono stati in parte compensati dagli ampi deflussi di fondi dal Sudafrica. Nel periodo in esame sono ulteriormente diminuiti i finanziamenti bancari a breve verso mutuatari di questo paese, specie del settore non bancario. Tra marzo 2001 e marzo 2002 le consistenze in essere di attività internazionali verso residenti sudafricani sono diminuite del 13%. Inoltre, a fine marzo 2002 l'incidenza dei crediti a breve nei confronti del paese sul totale delle attività bancarie internazionali consolidate risultava scesa al 49%, rispetto al 60% di un anno prima. La contrazione sembra essere stata indotta dalla minore domanda di fondi esteri dovuta al costante miglioramento del saldo sudafricano di parte corrente, piuttosto che da una riduzione dei finanziamenti. Nel 2001 e agli inizi del 2002 i mutuatari sudafricani sono stati attivi sul mercato dei prestiti consorziali internazionali, e ciò è indicativo della perdurante disponibilità delle banche ad assumere rischi verso il Sudafrica.

I prenditori dell'America latina paiono aver incontrato maggiori difficoltà nel raccogliere fondi sul mercato bancario internazionale rispetto a quelli di altre regioni. Nel primo trimestre dell'anno le attività nei loro confronti sono diminuite di \$5 miliardi, ovvero del 5% su base annua, e le sottoscrizioni di prestiti consorziali hanno toccato il livello più basso dal 1996. Il calo è in gran parte riconducibile alle contrazioni e cancellazioni di crediti verso l'Argentina. Sono inoltre state ridotte le esposizioni verso Colombia, Cile e Perù. Sebbene nel primo trimestre del 2002 i mutuatari colombiani e cileni abbiano raccolto fondi sul mercato internazionale dei prestiti consorziali, e il governo peruviano su quello dei titoli di debito, ciò non è stato sufficiente a compensare i rimborsi.

I prestiti a Brasile e Messico hanno mostrato una tenuta migliore di quelli verso altri paesi latino-americani. Nel periodo in esame le attività bancarie internazionali verso questi due paesi sono persino cresciute di \$0,7 miliardi, gran parte dei quali destinati a mutuatari non bancari, principalmente imprese. Nel secondo trimestre 2002 le società brasiliane e messicane sono tornate a raccogliere attivamente sul mercato dei prestiti consorziali internazionali al fine di rifinanziare prestiti in scadenza. Anche i crediti a favore dell'Uruguay sono leggermente aumentati nel primo trimestre, nonostante le difficoltà incontrate dal paese a seguito della crisi argentina. Gran parte dell'incremento è imputabile ai crediti commerciali: le esportazioni di prodotti agricoli dall'Uruguay raggiungono infatti i massimi livelli nella prima metà dell'anno, stimolando in genere la domanda di crediti all'esportazione.

Nel primo trimestre i crediti internazionali all'America latina sono stati controbilanciati dalle variazioni nelle passività bancarie verso i residenti della regione. Imprese, privati e altri soggetti non bancari hanno collocato oltre \$2 miliardi presso banche dell'area dichiarante. Depositi particolarmente ingenti sono stati effettuati da soggetti non bancari in Venezuela. Tuttavia, gli istituti latino-americani, comprese le banche centrali, hanno prelevato dai depositi in essere presso banche dichiaranti alla BRI ben \$19 miliardi, un importo persino superiore a quello registrato nell'ultimo trimestre 2001, quando

La debole domanda deprime i finanziamenti esteri al Sudafrica

Flessione dei crediti all'America latina

La banca centrale messicana rialloca le proprie riserve ...

le banche argentine avevano ritirato la quasi totalità delle loro attività estere. Fondi per un cospicuo ammontare sono stati rimpatriati dalle banche di Perù, Colombia, Argentina e Uruguay. I prelievi di gran lunga maggiori sono stati effettuati da banche messicane, che hanno rimpatriato \$16 miliardi, ovvero un quarto dei loro depositi complessivi presso le banche dell'area dichiarante. Questo calo ha in gran parte rispecchiato una riallocazione dell'attivo. In particolare, la banca centrale messicana ha ritirato dai propri conti esteri fondi per \$10 miliardi, reinvestendoli poi in titoli stranieri, comprese obbligazioni del Tesoro e di agenzie federali USA.

... in linea con la
tendenza mondiale

La decisione della Banca del Messico di riallocare le proprie riserve valutarie è in linea con la tendenza globale: i depositi di banche centrali e altre autorità monetarie ufficiali presso le banche dichiaranti alla BRI avevano infatti raggiunto il picco del 22% delle riserve valutarie totali a fine giugno 2001, per poi calare gradualmente fino al 18% registrato a fine marzo 2002. La composizione per valuta dei depositi offshore delle banche centrali è rimasta pressoché invariata, con quasi il 70% denominato in dollari e il 17% in euro.

I prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2002

Blaise Gadanecz

L'attività sul mercato internazionale dei prestiti consorziali ha fatto registrare un netto recupero nel secondo trimestre 2002, con un aumento delle sottoscrizioni su base stagionalizzata di quasi il 20% rispetto al trimestre precedente. Ciò non segna tuttavia il ritorno al facile accesso al credito del 1999 e 2000, ma rispecchia piuttosto il rifinanziamento di prestiti sottoscritti un anno prima, nonché il tentativo da parte delle imprese di espandere le proprie linee di riserva in risposta alle difficili condizioni creditizie sul mercato della commercial paper (CP).

Le linee standby o di appoggio all'emissione di CP sono balzate a \$46 miliardi, il loro livello più alto dalla fine del 2000, epoca del boom di finanziamenti alle società telecom. Paradossalmente, l'aumento è intervenuto nonostante la crescente riluttanza delle banche a concedere linee creditizie di sostegno. I mutuatari a più basso rating possono raramente beneficiare di crediti standby, sicché i declassamenti dell'ultimo anno hanno ridotto il novero di prenditori ammessi a usufruire di tali facilitazioni. Allo stesso tempo, nella prima metà del 2002 le imprese che erano ancora in grado di accedere al mercato della CP si sono congiuntamente adoperare per ridurre la propria esposizione al rischio di rifinanziamento, ampliando sia la scadenza del debito sia le linee di sostegno. GE Capital ha sottoscritto un prestito standby per \$18 miliardi in due tranches, mentre GMAC, Morgan Stanley Dean Witter e Household Finance Corporation hanno ottenuto prestiti per \$7,4, 5,5 e 5,4 miliardi rispettivamente.

Nel secondo trimestre l'attività sul mercato dei prestiti consorziali ha tratto ulteriore impulso da operazioni di rifinanziamento per complessivi \$42 miliardi, effettuate prevalentemente da società telecom. Vodafone AirTouch ha allestito un prestito per \$10,7 miliardi con spreads quasi pari a quelli praticati sul debito in scadenza. PCCW Hong Kong Telecom ha raccolto HK\$10 miliardi, con cui ha provveduto a rimborsare anticipatamente parte di un prestito in dollari USA contratto nel 2001.

Per quanto riguarda le economie emergenti, il credito a mutuatari latino-americani si è situato ben al disotto dei volumi degli ultimi anni. Le aziende elettriche e siderurgiche brasiliane hanno raccolto \$1,5 miliardi, e i mutuatari messicani \$900 milioni. Pochi altri prenditori dei paesi dell'America latina sono stati in grado di accedere al mercato dei prestiti consorziali nel secondo trimestre. Le imprese dell'area devono far fronte a un calendario serrato di rimborsi nella seconda

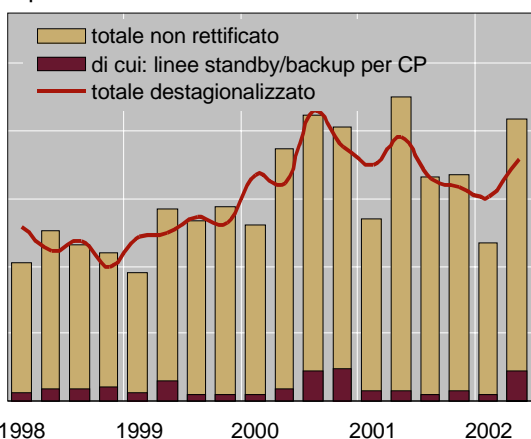
metà del 2002, con prestiti in scadenza per un valore di oltre \$10 miliardi. I mutuatari messicani sono i più esposti, con rimborsi per \$4,7 miliardi, seguiti da quelli argentini con \$2,9 miliardi.

I prenditori di altri mercati emergenti hanno continuato a godere di un favorevole accesso al mercato nel trimestre in rassegna. Le banche e le imprese coreane hanno raccolto fondi per \$2 miliardi, mentre il governo e la compagnia aerea di bandiera del Qatar hanno mutuato \$1,4 miliardi. I prenditori turchi, per lo più banche, hanno sottoscritto operazioni per un totale di \$0,6 miliardi, a prezzi comparabili a quelli applicati ai prestiti del 2001.

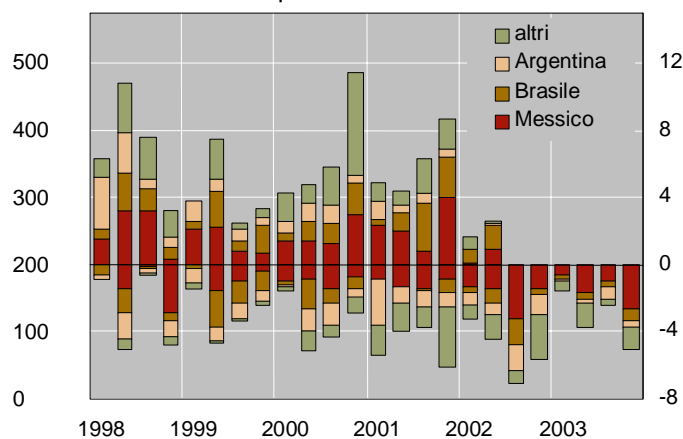
Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Operazioni sottoscritte



America latina: operazioni sottoscritte e in scadenza¹



¹ Le operazioni sottoscritte sono rappresentate da valori positivi, le operazioni in scadenza da valori negativi. Le operazioni in scadenza sono stimate sulla base dei prestiti sottoscritti a partire dal gennaio 1993, presumendo che non siano stati rimborsati o revocati prima della scadenza.

Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nonostante il peggioramento delle condizioni finanziarie in giugno, le emissioni nette sul mercato internazionale dei titoli di debito hanno segnato una forte ripresa durante tutto il secondo trimestre 2002 attestandosi a \$344 miliardi (tabella 3.1), con un aumento dell'11% sul trimestre precedente. La crescita

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito								
in miliardi di dollari USA								
	2000	2001	2001			2002		Stock a fine giugno 2002
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale emissioni nette	1 237,8	1 348,8	370,8	224,8	339,4	310,2	344,0	8 634,7
Strumenti del mercato monetario ¹	152,1	-78,9	-26,2	-45,6	-9,3	-7,8	7,5	423,4
<i>Commercial paper</i>	55,2	26,9	10,1	-12,0	6,5	5,5	1,8	266,8
Obbligazioni e notes ¹	1 085,6	1 427,7	397,0	270,4	348,8	318,0	336,5	8 211,3
<i>A tasso variabile</i>	354,6	391,6	98,7	93,8	95,9	61,0	74,4	2 076,8
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	714,3	996,4	287,6	170,5	237,5	253,7	247,9	5 824,4
<i>Collegate ad azioni</i>	16,7	39,7	10,7	6,2	15,3	3,3	14,1	310,1
Economie avanzate	1 158,1	1 260,8	327,2	210,1	323,8	286,3	325,3	7 582,6
<i>Stati Uniti</i>	464,5	597,2	155,4	114,3	136,9	138,8	117,5	2 638,7
<i>Area dell'euro</i>	558,2	551,5	126,9	87,4	149,3	128,4	151,2	3 261,2
<i>Giappone</i>	-25,8	-10,1	1,1	-6,5	-1,8	-9,3	3,2	272,4
Centri offshore	14,7	27,0	8,1	5,4	6,4	4,5	-0,1	103,0
Economie emergenti	42,1	44,7	29,9	-1,8	7,9	11,5	12,0	528,6
Organizzazioni internazionali	22,9	16,3	5,7	11,1	1,3	8,0	6,8	420,6
Settore privato	970,4	1 003,3	267,5	156,4	252,0	193,1	285,9	6 463,4
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	798,1	800,3	200,7	133,6	196,4	178,9	243,5	5 242,7
<i>Imprese private</i>	172,3	202,9	66,8	22,8	55,6	14,2	42,5	1 220,7
Settore pubblico ³	244,5	329,3	97,7	57,2	86,2	109,1	51,3	1 750,7
<i>Amministrazioni centrali</i>	52,6	60,5	32,1	-2,3	11,6	45,1	7,2	629,1
<i>Altri enti pubblici</i>	191,9	268,7	65,6	59,5	74,6	64,0	44,0	1 121,7
<i>Per memoria: CP del mercato interno⁴</i>	255,6	-139,6	-63,1	-49,8	30,7	-73,0	-58,5	1 828,4
<i>di cui: USA</i>	208,3	-161,2	-67,9	-58,5	28,3	-63,3	-57,0	1 320,6

¹ Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.
³ Escluse le organizzazioni internazionali. ⁴ I dati per il secondo trimestre 2002 sono parzialmente stimati.
 Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI.

Tabella 3.1

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2000	2001	2001			2002	
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Totale emissioni annunciate	1 703,8	2 306,5	639,8	465,8	554,1	606,5	582,0
A tasso variabile	518,2	643,6	163,1	157,1	168,7	141,8	165,0
Ordinarie a tasso fisso	1 129,1	1 590,7	458,0	297,6	359,1	455,1	396,3
Collegate ad azioni ¹	56,5	72,2	18,7	11,1	26,3	9,6	20,7
Dollaro USA	791,8	1 131,9	332,2	247,0	243,6	310,8	260,4
Euro	581,7	841,9	217,0	145,7	221,3	228,4	235,5
Yen	129,1	125,3	38,8	32,5	26,2	16,4	25,9
Altre valute	201,2	207,5	51,7	40,6	62,9	51,0	60,1
Settore privato	1 319,5	1 676,6	451,0	327,0	420,9	416,7	438,2
Istituzioni finanziarie ²	1 087,6	1 335,4	349,8	276,0	325,7	353,1	364,1
Imprese private	231,9	341,1	101,3	51,0	95,2	63,6	74,2
di cui: società telecom	119,3	134,6	30,2	15,9	38,0	11,8	14,5
Settore pubblico	315,1	555,2	165,9	118,7	118,4	163,8	122,5
Amministrazioni centrali	92,9	130,8	58,2	13,4	17,9	59,3	29,0
Altri enti pubblici	222,2	424,4	107,6	105,3	100,5	104,6	93,5
Organizzazioni internazionali	69,2	74,8	22,9	20,1	14,8	26,0	21,3
Emissioni perfezionate	1 705,6	2 306,3	630,2	478,1	568,4	587,9	579,2
Per memoria: rimborsi	619,9	878,6	233,2	207,7	219,6	269,9	242,7

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella 3.2

della domanda di fondi da parte del settore privato è stata molto più ampia di quanto non traspaia dalle cifre aggregate, poiché le emissioni nette del settore pubblico sono calate sensibilmente. L'incremento della raccolta del settore privato in termini aggregati è quasi interamente dovuto alle attività dei mutuatari europei e giapponesi. Per contro, le emissioni nette di prenditori basati negli Stati Uniti sono calate da \$139 a 118 miliardi tra il primo e il secondo trimestre. Il finanziamento mobiliare ai mutuatari delle economie emergenti sul mercato internazionale è proseguito a ritmi moderati.

Verso la fine del secondo trimestre le emissioni annunciate di obbligazioni internazionali sono scese a livelli nettamente inferiori a quelli normalmente prevedibili in base a fattori stagionali. La flessione è intervenuta in presenza di un ampliamento degli spreads societari (cfr. "Quadro generale degli sviluppi", a pag. 1), a indicazione non tanto di carenze dal lato della domanda, quanto di un inasprimento delle condizioni di offerta. Le emissioni lorde dei mutuatari di qualità bancaria hanno segnato un calo particolarmente pronunciato, che ha fatto seguito alla drastica riduzione dell'attività lorda dei prenditori di qualità non bancaria, iniziata in maggio. Nel mese di luglio gli spreads creditizi negli Stati Uniti e in Europa si sono ampliati fortemente (cfr. "Quadro generale degli sviluppi"). In Europa gli emittenti di qualità bancaria hanno ulteriormente ridotto le operazioni annunciate, mentre i collocamenti dei loro omologhi negli Stati Uniti si sono pressoché esauriti. Va rilevato in particolare che, dopo diversi

mesi di emissioni sostenute, in luglio le principali società finanziarie statunitensi sono state quasi completamente assenti dai mercati internazionali di obbligazioni e notes.

Il calo delle emissioni pubbliche è compensato dai collocamenti del settore privato

Il calo delle emissioni pubbliche ...

Le emissioni nette dei mutuatari del settore pubblico hanno subito un forte calo tra il primo e il secondo trimestre 2002: esse sono ammontate a \$51 miliardi nel secondo trimestre, un livello inferiore del 53% all'ammontare record del periodo precedente. Il declino si è ripartito abbastanza equamente tra prenditori negli Stati Uniti e in Europa. Nelle economie europee avanzate, esso è riconducibile al minore indebitamento delle Amministrazioni centrali. Negli Stati Uniti la diminuzione, da \$61 a 37 miliardi, si è accompagnata a un calo delle operazioni perfezionate per \$19 miliardi. Vi hanno contribuito le ridotte emissioni lorde delle agenzie di credito ipotecario USA: Freddie Mac è passata da \$41 a 33 miliardi, Fannie Mae da \$31 a 24 miliardi. Nondimeno, tra le operazioni più ingenti sui mercati internazionali di obbligazioni e notes figurano due emissioni per \$6 miliardi ciascuna di Freddie Mac e Fannie Mae, quest'ultima con uno spread di 26 punti base.

... più che compensato da un aumento di quelle private

Il calo delle emissioni nette degli enti del settore pubblico nel secondo trimestre 2002 è stato più che compensato dal forte aumento della raccolta netta degli emittenti privati, salita a \$286 miliardi (+48%). La crescita ha

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e valuta ¹								
in miliardi di dollari USA								
Area geografica/valuta		2000	2001	2001			2002	
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Nord America	Dollaro USA	377,7	526,4	136,1	105,9	120,9	126,6	93,3
	Euro	44,5	64,4	15,5	7,1	20,9	17,8	15,1
	Yen	17,2	17,5	5,7	6,7	1,8	-3,5	1,7
	Altre valute	17,3	8,3	3,5	-1,0	0,7	3,5	6,2
Europa	Dollaro USA	170,2	56,7	14,2	-0,7	15,6	6,5	43,0
	Euro	411,3	520,1	130,1	79,1	142,2	137,9	133,8
	Yen	40,8	-1,4	3,3	3,9	-2,6	-13,3	-4,7
	Altre valute	88,1	71,1	11,7	11,9	28,1	17,0	30,9
Altre aree	Dollaro USA	61,4	69,8	41,8	11,0	7,7	23,6	13,7
	Euro	14,8	13,0	4,8	0,3	2,9	3,1	7,2
	Yen	-20,3	0,6	4,8	-1,9	0,9	-12,1	5,9
	Altre valute	14,9	2,4	-0,7	2,4	0,3	3,2	-2,0
Totale	Dollaro USA	609,3	652,8	192,1	116,2	144,2	156,6	149,9
	Euro	470,6	597,5	150,3	86,5	166,0	158,7	156,2
	Yen	37,7	16,7	13,9	8,7	0,1	-28,9	2,8
	Altre valute	120,2	81,8	14,6	13,3	29,1	23,7	35,0

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.3

interessato tanto le istituzioni finanziarie quanto le società non finanziarie. Le emissioni nette del primo gruppo sono state particolarmente sostenute, toccando \$244 miliardi, il terzo livello più alto mai registrato. Il collocamento più ingente del settore privato, un prestito per \$6 miliardi, è stato lanciato da GE Capital Corporation.

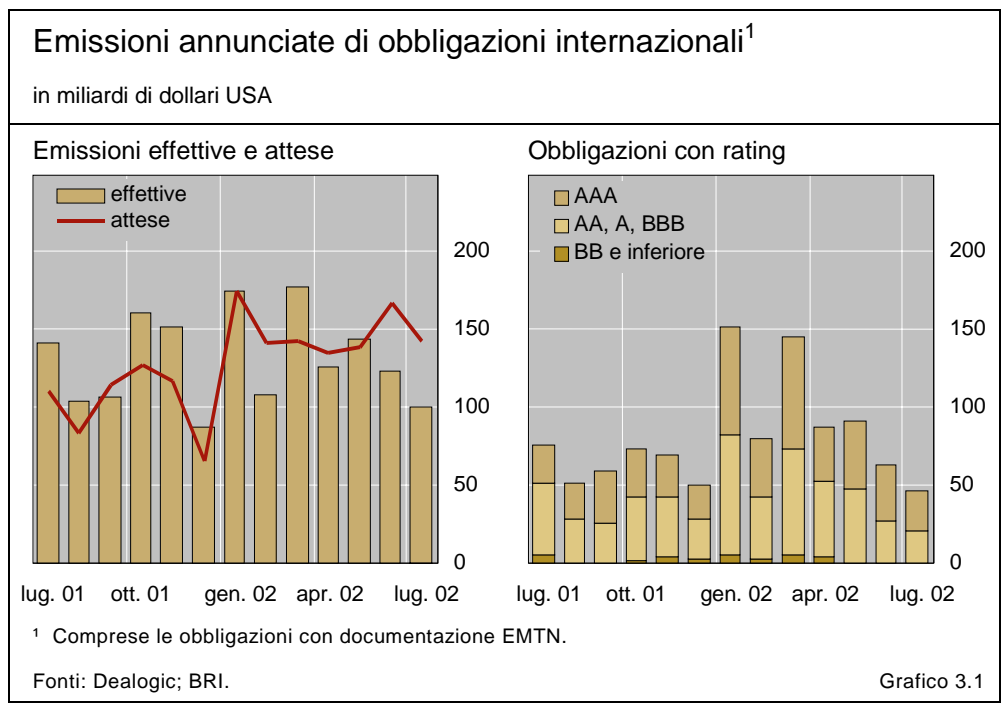
L'accresciuto indebitamento del settore privato è quasi interamente attribuibile ai residenti delle economie europee avanzate, le cui emissioni nette sono passate da \$108 miliardi nel primo trimestre 2002 a \$184 miliardi nel secondo. In Giappone la raccolta di questo settore è aumentata da -\$10 a 4 miliardi, mentre negli Stati Uniti essa è rimasta sostanzialmente invariata. Invero, le emissioni lorde annunciate di mutuatari del settore privato USA sono diminuite da \$161 a 145 miliardi nel periodo sotto rassegna.

I mutuatari dei paesi emergenti mantengono l'accesso al mercato internazionale dei titoli di debito

Nel secondo trimestre 2002 i mutuatari delle economie emergenti hanno continuato a raccogliere in misura moderata sul mercato internazionale dei titoli di debito. Le emissioni nette, pari a \$12 miliardi, sono rimaste praticamente invariate rispetto al trimestre precedente, situandosi poco al di sopra della media trimestrale osservata dall'inizio della crisi asiatica. Le emissioni lorde annunciate sono aumentate leggermente, da \$30 a 33 miliardi. Nel trimestre in esame il maggior prenditore dell'area emergente è stato Petronas Capital Limited, che ha lanciato tre emissioni per oltre \$2,7 miliardi.

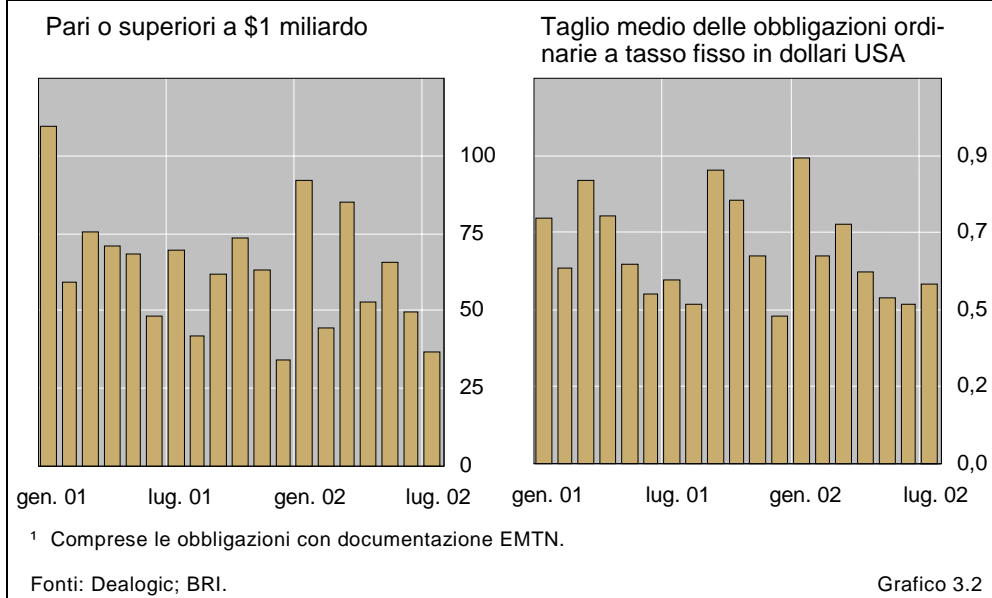
Invariata in termini aggregati la raccolta dei paesi emergenti ...

Le cifre aggregate dell'attività di emissione celano ampie variazioni fra i profili regionali del finanziamento. Nelle economie emergenti dell'Asia-Pacifico, ad esempio, i collocamenti netti sono cresciuti da \$4,3 a 10,1 miliardi tra il



Emissioni annunciate di obbligazioni internazionali¹

in miliardi di dollari USA



... ma cresce marcatamente quella della Corea del Sud

primo e il secondo trimestre 2002, principalmente per effetto del forte aumento dell'attività dei mutuatari sud-coreani. Per contro, la raccolta è diminuita bruscamente in America latina, da \$4 a –3 miliardi, soprattutto a causa del calo delle emissioni nette in Messico. Anche il Brasile ha registrato un arretramento nel periodo in esame, da \$2,7 a 1 miliardo.

Permangono le difficoltà sul mercato della commercial paper

Nel secondo trimestre è proseguita la contrazione sul mercato interno USA della commercial paper (CP). Le emissioni nette delle istituzioni finanziarie sono calate del 4%, a \$1 151 miliardi, mentre quelle delle imprese non finanziarie sono scese dell'8%, a \$170 miliardi. In termini complessivi la riduzione è stata pari a \$57 miliardi. Nei trimestri precedenti i contestuali aumenti nelle emissioni di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso avevano evidenziato uno spostamento nella distribuzione per scadenze dal breve al lungo periodo. Peraltro, i prestiti ordinari a tasso fisso sono diminuiti nel trimestre in esame (tabella 3.2). I collocamenti netti sul mercato internazionale della CP – dove i volumi trattati sono significativamente più contenuti – hanno invece registrato un valore positivo, attestandosi a \$1,8 miliardi.

A partire da giugno le condizioni del credito sembrano deteriorarsi

Le condizioni sui mercati del credito in generale, e su quelli delle obbligazioni e delle notes internazionali in particolare, sono apparse in peggioramento dal mese di giugno. In contrasto con il notevole aumento che si osserva in genere tra maggio e giugno, le emissioni annunciate di obbligazioni internazionali sono diminuite di \$21 miliardi (grafico 3.1, riquadro di sinistra). A ciò ha contribuito in misura significativa la minore attività di raccolta nelle economie avanzate, dove

Emissioni inaspettatamente contenute in giugno ...

le emissioni di qualità bancaria hanno subito un calo particolarmente marcato, scendendo da \$90 a 63 miliardi, e quelle di qualità non bancaria hanno confermato la loro trascurabile incidenza. Nei primi quattro mesi dell'anno a quest'ultima classe di titoli faceva capo il 2% circa delle operazioni annunciate sul mercato obbligazionario internazionale. Sia in maggio che in giugno, viceversa, gli annunci di tali prestiti hanno concorso allo 0,3% del totale.

Come osservato nel "Quadro generale degli sviluppi", in giugno gli spreads creditizi hanno cominciato ad ampliarsi negli Stati Uniti e continuato il loro trend ascendente in Europa. Tale dinamica evidenzia, unitamente al contestuale calo delle emissioni, una contrazione nell'offerta di fondi sul mercato delle obbligazioni internazionali verso la fine del secondo trimestre. Secondo alcune indicazioni, sarebbero state in particolare le istituzioni finanziarie ad aver avuto difficoltà nel reperire fondi: fra maggio e giugno, le loro emissioni ordinarie a tasso fisso sono diminuite da \$80 a 59 miliardi, mentre quelle di imprese non finanziarie hanno di fatto registrato un lieve aumento.

Gli spreads creditizi hanno continuato ad ampliarsi sia negli Stati Uniti sia in Europa durante il mese di luglio. I dati provvisori mostrano un'ulteriore flessione delle operazioni annunciate sul mercato obbligazionario internazionale, seppure inferiore a quella attesa in base a fattori stagionali. Il volume complessivo delle grandi emissioni internazionali di bond è diminuito a \$37 miliardi, il livello più basso dal dicembre 2001 (grafico 3.2). I collocamenti di prestiti di qualità non bancaria sono rimasti su valori trascurabili, mentre quelli di qualità bancaria sono nuovamente diminuiti in luglio, scendendo a \$46 miliardi, un livello non più osservato dal dicembre 2000. La contrazione di quest'ultima tipologia di emissioni è stata particolarmente pronunciata negli Stati Uniti, dove esse si sono in pratica azzerate. Anche le principali società finanziarie statunitensi sono state assenti dal mercato obbligazionario internazionale: sia in maggio che in giugno i tre maggiori emittenti avevano raccolto \$13 miliardi in termini lordi; in luglio, tuttavia, essi hanno di fatto abbandonato l'attività. Ciò nonostante, nello stesso mese sono stati lanciati diversi ingenti prestiti obbligazionari sul mercato primario: nella classe di rating AA, Crédit Agricole SA e Credit Suisse First Boston hanno collocato entrambi emissioni per \$1 miliardo, la seconda con un differenziale di 185 punti base.

... in presenza di un ampliamento degli spreads creditizi

Le emissioni si riducono ulteriormente in luglio ...

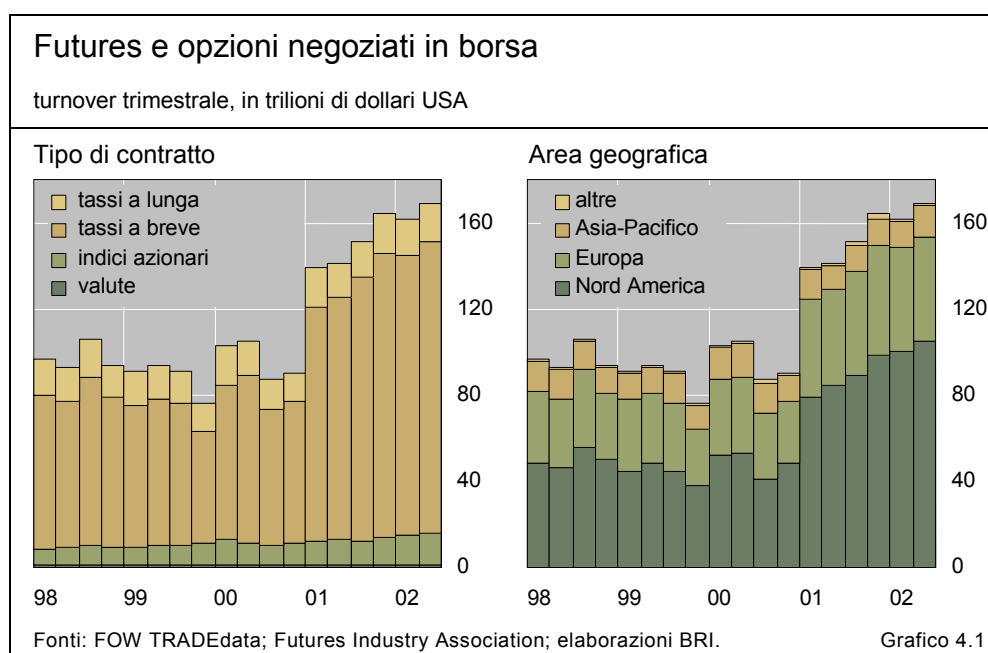
... con il ritiro dal mercato delle maggiori società finanziarie USA

4. I mercati degli strumenti derivati

Nel secondo trimestre 2002 il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è aumentato del 4%, a \$169 trilioni, dopo il calo del 2% nel primo trimestre (grafico 4.1). L'espansione ha riguardato le tre classi principali di rischio, anche se l'incremento maggiore è stato registrato dal piccolo comparto dei derivati valutari.

La crescita dell'attività è stata inaspettatamente modesta dato il flusso continuo di eventi destabilizzanti osservato nel periodo (cfr. "Quadro generale degli sviluppi", a pag. 1). Ciò è probabilmente dovuto all'assenza di decisioni a sorpresa nel governo monetario, che avrebbero potuto spingere gli operatori, e in particolare le grandi istituzioni finanziarie, ad aggiustare rapidamente la durata finanziaria delle loro poste patrimoniali. Lo scorso anno erano state proprio queste correzioni ad aver contribuito in misura rilevante all'espansione delle contrattazioni di borsa.

In luglio, tuttavia, gli scambi sono cresciuti repentinamente allorché le condizioni di mercato sono volte al peggio. Nuove rivelazioni di irregolarità contabili, tra cui l'ingente rettifica degli utili ad opera di WorldCom il 25 giugno, hanno determinato una brusca caduta dei mercati azionari mondiali. I dati provvisori sul turnover per il mese di luglio segnalano un incremento delle



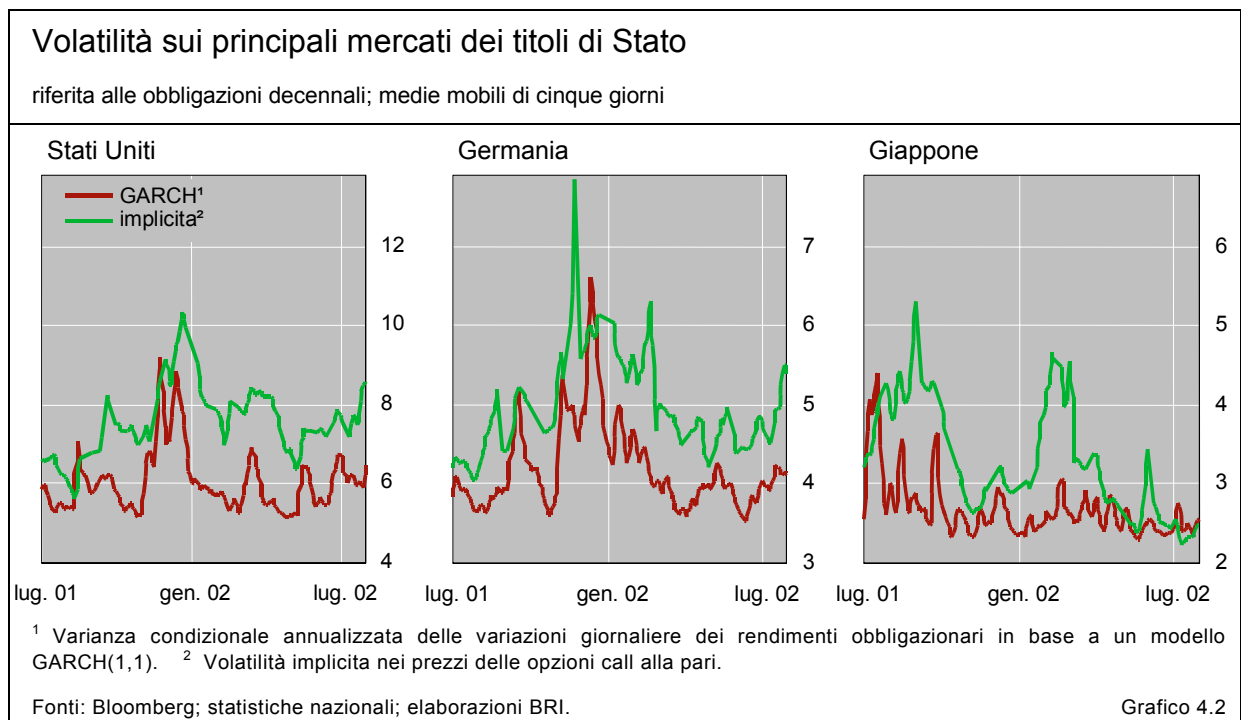
negoziazioni pari al 29% rispetto a giugno, e diverse borse valori hanno segnato nuovi record. Tale aumento è da ricondurre in ampia misura agli strumenti su indici azionari, con cui gli investitori hanno cercato di coprire le posizioni sottostanti.

Modesta espansione dell'attività in strumenti su tassi d'interesse

Le contrattazioni di borsa in strumenti di tasso d'interesse sono cresciute del 4% nel secondo trimestre, a \$152,8 trilioni, contro una flessione del 2% nel periodo precedente. Sebbene gli scambi in questo comparto siano rimasti sostenuti rispetto ai parametri storici (grafico 4.1), l'aumento complessivo è stato sorprendentemente modesto. Nel periodo in esame gli operatori hanno dovuto confrontarsi con un flusso incessante di perturbazioni, che ha probabilmente alimentato l'attività speculativa. Tuttavia, l'assenza di manovre o sorprese di politica monetaria nelle principali economie ha ridotto la necessità per le maggiori istituzioni finanziarie di impiegare derivati a tasso fisso per correggere rapidamente la durata finanziaria delle loro posizioni di bilancio. Di fatto, le attese di un inasprimento monetario si sono ridimensionate in modo abbastanza graduale man mano che le pressioni al ribasso sui mercati azionari hanno accentuato i dubbi circa la ripresa economica mondiale. Questo progressivo rientro delle aspettative è illustrato dalla dinamica tutto sommato stabile della volatilità osservata nei principali mercati dei titoli di Stato per gran parte del secondo trimestre (grafico 4.2).

L'assenza di sorprese di politica monetaria limita il ricorso a strumenti su tassi d'interesse

Va tuttavia rilevato che gli sviluppi di fine trimestre, e in particolare la rettifica degli utili da parte di WorldCom, hanno originato nuovi focolai di instabilità e, di conseguenza, una forte ripresa degli scambi in strumenti a reddito fisso nel mese di luglio.



Sostenuta attività in strumenti del mercato monetario

Performance diversa tra le varie aree geografiche

Gli strumenti del mercato monetario, che rappresentano la maggior parte del turnover in contratti su tassi d'interesse, hanno segnato un aumento del 4%, a \$134,9 trilioni. Nel secondo trimestre l'attività a breve termine ha fatto registrare significative differenze fra le principali aree di negoziazione. In Nord America, cui fa capo quasi il 70% delle transazioni mondiali nel segmento a breve, gli scambi sono cresciuti del 4%, mentre in Europa l'attività ha ristagnato. Nella regione Asia-Pacifico le negoziazioni sono state molto sostenute, con un incremento del 17% in termini di volume, dovuto in buona misura ai numerosi contratti sull'eurodollaro scambiati alla borsa di Singapore.

Perdurante vivacità degli strumenti a breve, grazie alle nuove prassi di copertura e negoziazione

Il mercato dei derivati su tassi a breve, specie i contratti Euribor e sull'eurodollaro, è stato particolarmente vivace dalla fine del 2000, soprattutto per effetto dell'allentamento monetario, ma anche delle modifiche nelle prassi di copertura e negoziazione. Fra queste figura lo spostamento di taluni investitori dai tradizionali strumenti di negoziazione e copertura a più lungo termine, quali i titoli di Stato e i connessi futures, a swaps e swaptions su tassi d'interesse trattati nel comparto over-the-counter (OTC) (a causa della mancanza di strumenti liquidi alternativi nei mercati regolamentati)¹. A sua volta, tale spostamento ha prodotto ricadute sul turnover di futures e opzioni del mercato monetario, dato che questi ultimi vengono comunemente utilizzati per la copertura dei contratti OTC. Alcuni grandi operatori, come banche di credito ipotecario e investitori in titoli garantiti da ipoteca, hanno parimenti accresciuto il loro ricorso a swaps e swaptions.

Debole crescita dei contratti su titoli di Stato sullo sfondo di una ricomposizione dei portafogli

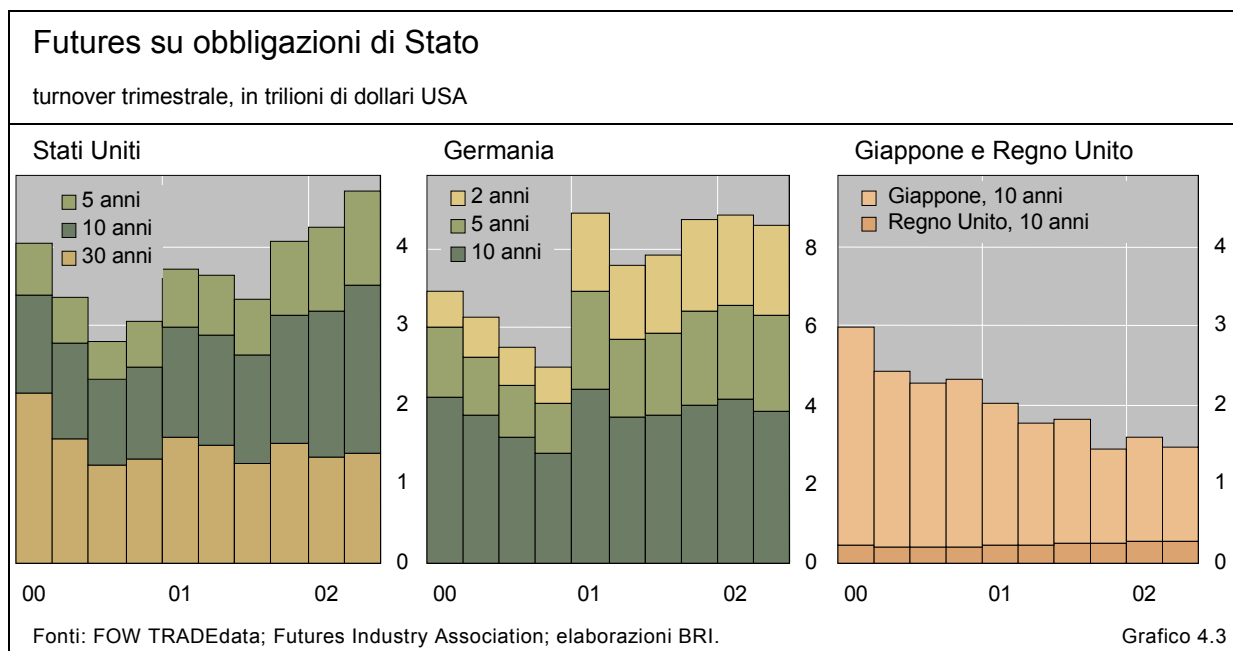
Divergenze regionali nell'attività a lungo termine

Le contrattazioni in strumenti di tasso a più lungo termine, principalmente quelli su titoli di Stato, sono cresciute a un ritmo leggermente inferiore rispetto agli strumenti a breve, segnando un aumento del 2%, a \$17,9 trilioni. Anche in questo comparto l'attività ha mostrato profili divergenti a seconda delle varie aree geografiche. Le negoziazioni in Europa, che rappresentano il 54% del turnover mondiale dei contratti a lungo termine, sono calate del 3%, e del 5% quelle nella regione Asia-Pacifico. Per contro, sui mercati nord-americani si è registrato un incremento del 13%. L'accentuazione della curva dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA durante il secondo trimestre ha probabilmente creato opportunità di negoziazione in contratti su Treasuries ma, secondo fonti di mercato, anche alcuni importanti operatori – quali gli intermediari USA nel settore del credito ipotecario – sarebbero tornati a impiegare più attivamente tali prodotti nelle loro operazioni di copertura.

Ricomposizione del portafoglio

Fra gli sviluppi maggiormente degni di nota nel mercato degli strumenti su titoli di Stato figura uno spostamento verso le scadenze più brevi (grafico 4.3).

¹ I fattori alla base di tale spostamento sono stati discussi in passate edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*, fra cui un articolo di Philip D. Wooldridge, "La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark", dicembre 2001, pagg. 53–63.



Ad esempio, presso il Chicago Board of Trade (CBOT) gli scambi di contratti su obbligazioni del Tesoro USA a cinque e a dieci anni sono aumentati costantemente dalla fine del 1999, a scapito di quelli sul titolo trentennale. Dal terzo trimestre 2001 questi ultimi sono stati di fatto soppiantati dal future sulla note decennale quale contratto obbligazionario USA più attivamente trattato. La propensione del Tesoro americano per un accorciamento della scadenza media del debito pubblico, unitamente alla cessazione delle vendite dei titoli trentennali annunciata nell'ottobre 2001, ha influito sulla liquidità del mercato dei Treasury bonds, contribuendo al calo tendenziale di tale contratto.

Un'evoluzione analoga si starebbe verificando anche nelle negoziazioni di contratti su titoli di Stato europei. Il future sull'obbligazione decennale della Repubblica tedesca negoziato all'Eurex (Euro Bund) non ha guadagnato ulteriori quote di mercato dopo il volume record di transazioni registrato nel primo trimestre 2001, mentre gli scambi di contratti a due e a cinque anni (Euro Schatz ed Euro Bobl) hanno segnato costanti progressi.

L'espansione in Asia continua a sospingere gli scambi di contratti su indici azionari

L'attività complessiva in contratti su indici azionari ha raggiunto un nuovo massimo nel secondo trimestre 2002, crescendo dell'11%, a \$15,4 trilioni. Il turnover è aumentato nettamente in giugno, nel momento in cui i mercati azionari mondiali hanno risentito delle nuove irregolarità contabili (grafico 4.4).

Sebbene gli scambi siano stati abbastanza sostenuti in tutte le principali aree geografiche, oltre la metà dell'incremento assoluto è riconducibile al rapido sviluppo delle negoziazioni in contratti su indici azionari coreani (grafico 4.5 a pag. 37). L'attività in questo comparto è aumentata del 27% nel secondo trimestre, a \$3,7 trilioni, il 91% dei quali rappresentato da opzioni. La piazza

Rapida espansione delle opzioni su indici azionari coreani

Le borse valori introducono una serie di nuovi contratti

Il secondo trimestre 2002 ha visto la comparsa di diversi nuovi contratti, tra cui alcuni su swaps di tasso d'interesse. Dopo LIFFE e CBOT, la terza grande borsa valori a introdurre contratti di questo tipo è stata, ai primi di aprile, il Chicago Mercantile Exchange (CME). Anche se i meccanismi dei nuovi contratti su tassi swap a due, cinque e dieci anni differiscono leggermente da quelli dei loro predecessori, le loro principali caratteristiche quali strumenti per la gestione del rischio dei settori societario e finanziario sono simili. Un'importante differenza è che l'impianto dei futures del CME ricorda più da vicino quello dei suoi contratti sull'eurodollaro che non altri prodotti concorrenti basati su swap^①. I nuovi strumenti sono quotati secondo il ben noto sistema di "prezzaggio" dell'International Monetary Market, in base al quale il prezzo è ottenuto sottraendo il tasso swap dal valore nominale ($100 - \text{tasso swap} = \text{prezzo}$). Ciò significa che il contratto non presenta convessità, a differenza dei titoli provvisti di cedola che esso è destinato a coprire^②. Va tuttavia notato che i contratti su swap introdotti dal CME non sono stati ancora scambiati attivamente.

In giugno il CBOT ha introdotto un nuovo contratto su tassi swap a cinque anni, dopo il riuscito lancio nell'ottobre 2001 di un future su swap a dieci anni^③. Sebbene quest'ultimo rappresenti soltanto una quota modesta delle transazioni complessive a reddito fisso sul CBOT (circa $\frac{1}{3}$ dell'1% nel secondo trimestre), esso ha già superato di poco il contratto sulla note decennale delle agenzie federali. Il nuovo strumento sta beneficiando del ruolo sempre più importante svolto dagli swaps di tasso d'interesse sui mercati finanziari statunitensi.

Sempre in giugno il LIFFE ha cominciato a offrire contratti Swapnote su tassi swap in dollari a due, cinque e dieci anni. La principale differenza tra i contratti in dollari negoziati sulle borse statunitensi e quelli proposti dal LIFFE è che questi ultimi capitalizzano gli interessi su base annuale invece che semestrale.

Nello stesso mese il LIFFE ha lanciato inoltre un future su titoli del Tesoro tedeschi a due anni ("Schatz", da "Bundesschatzanweisungen"). Il nuovo strumento farà concorrenza al già affermato contratto Schatz dell'Eurex. Per attrarre una maggiore domanda, il future del LIFFE si differenzia leggermente dal contratto originale dell'Eurex, ad esempio per il taglio (€200 000, il doppio dello Schatz) e per un meccanismo di determinazione del prezzo più accurato (grazie a una riduzione del tick).

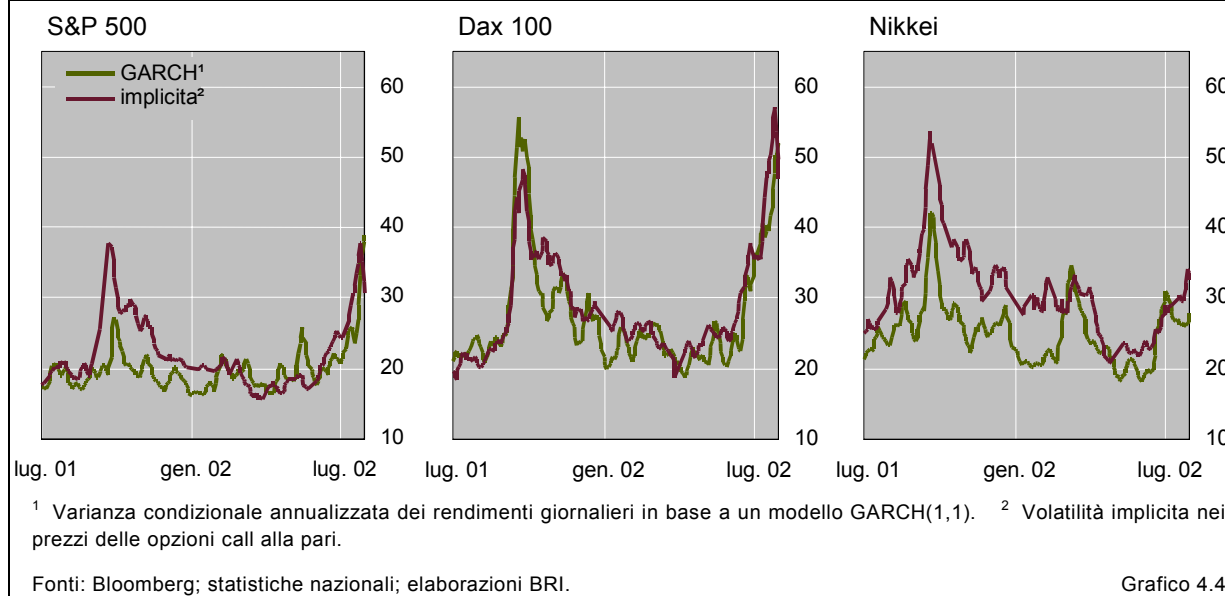
Infine, in maggio il Chicago Board Options Exchange (CBOE) e il Pacific Exchange hanno iniziato la contrattazione di opzioni su Diamond Trust, un fondo negoziato in borsa ("exchange-traded fund", ETF)^④. Gli ETF hanno registrato una rapida espansione negli ultimi anni, e le borse valori li ritengono un settore promettente per lo sviluppo di nuovi contratti. Amex quota già una serie di opzioni put e call su ETF, fra le quali figura quella sul suo Nasdaq-100 Index Tracking Stock, probabilmente l'ETF più intensamente scambiato al mondo.

^① Per maggiori dettagli tecnici, cfr. David A. Boberski, "CME to launch interest rate swap futures", *Bond Focus*, SalomonSmithBarney, 29 gennaio 2002. ^② Per contro, i contratti negoziati al LIFFE e al CBOT presentano entrambi un sistema di pricing basato su cedole, il che li rende convessi. ^③ Cfr. l'edizione di marzo 2002 della *Rassegna trimestrale BRI* per una trattazione più dettagliata dei futures su swap del CBOT. ^④ Gli ETF sono titoli (o fondi d'investimento indicizzati) negoziati in borsa, garantiti da un sottostante paniere di titoli. Dato che quest'ultimo può essere ampliato o ridotto a seconda dell'intensità della domanda, ne consegue che gli ETF sono equiparabili a fondi aperti. Tuttavia, a differenza dei fondi d'investimento tradizionali, che vengono generalmente acquistati o rimborsati solo ai prezzi di fine giornata, gli ETF possono essere negoziati a prezzi infragiornalieri nell'arco dell'intera giornata operativa.

coreana è così salita al secondo posto fra quelle più attive al mondo dopo gli Stati Uniti (\$7,6 trilioni) nella negoziazione di prodotti su azioni. Il turnover coreano risulta ora sensibilmente più elevato di quello totalizzato dall'insieme delle borse europee, pari a \$3,2 trilioni nell'ultimo trimestre. Se si escludono gli strumenti su indici azionari coreani, il tasso complessivo di espansione di tale segmento si riduce al 7%; i contratti nordamericani ed europei sono cresciuti dell'8 e del 5% rispettivamente.

Volatilità dei principali mercati azionari

medie mobili di cinque giorni



Analogamente agli strumenti su tassi a lungo termine, anche i prodotti su indici azionari hanno fatto registrare negli ultimi trimestri alcune variazioni nel profilo dell'attività. Ad esempio, il future sull'S&P 500 del CME – per lungo tempo il più importante contratto su indici azionari al mondo – ha rapidamente perso terreno nei confronti del contratto E-mini S&P 500. Grazie al taglio ridotto (un quinto del valore del contratto standard S&P 500) e alla contrattazione elettronica durante e al di fuori dei normali orari operativi, il contratto E-mini è stato ben accolto dagli investitori al dettaglio.

Variazioni nel profilo dell'attività in contratti su indici azionari

Timida ripresa dei contratti valutari

I contratti valutari, che costituiscono meno dell'1% delle negoziazioni totali in strumenti derivati, sono cresciuti del 19% nel secondo trimestre 2002, a \$808 miliardi. Il comparto sembra aver segnato una ripresa negli ultimi trimestri dopo un lungo periodo di declino. Il recupero deriva in gran parte da un significativo aumento del turnover dei futures sul cambio dollaro/euro negoziati al CME. Presso questa borsa valori le transazioni in strumenti denominati nelle principali valute confluente nell'euro (dollaro/marco e dollaro/franco francese) erano calate bruscamente in vista dell'introduzione della moneta unica all'inizio del 1999. Anche se da allora il nuovo contratto sul cambio dollaro/euro ha preso il posto di quelli riferiti alle valute preesistenti, il suo turnover non ha ancora eguagliato gli alti volumi registrati da questi ultimi a metà anni novanta.

Significativo aumento dei contratti euro/dollaro

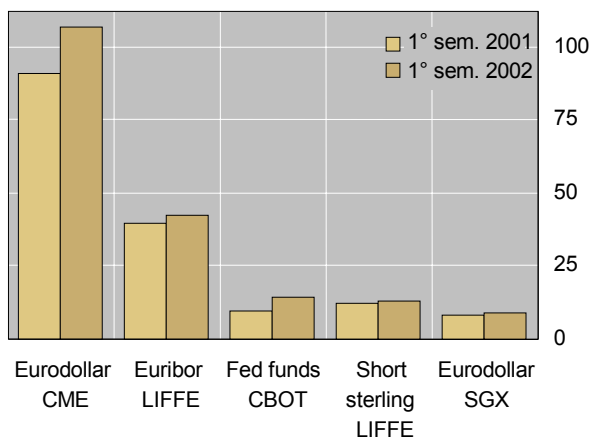
Forte aumento delle negoziazioni globali in luglio

I dati preliminari sul turnover globale per il mese di luglio mostrano un aumento del 29%, a 412 milioni, nel numero di contratti negoziati rispetto a giugno, e

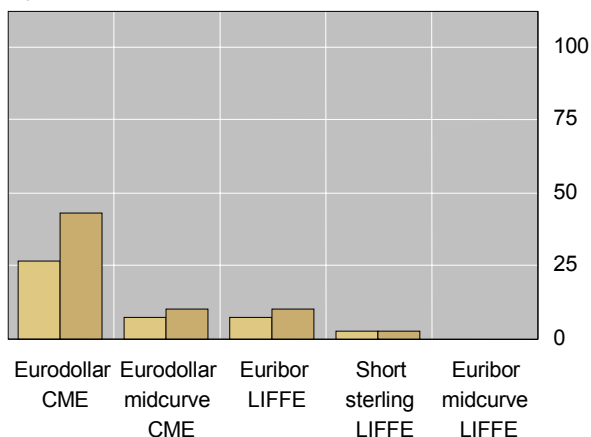
Contratti di borsa più attivamente trattati

turnover in trilioni di dollari USA

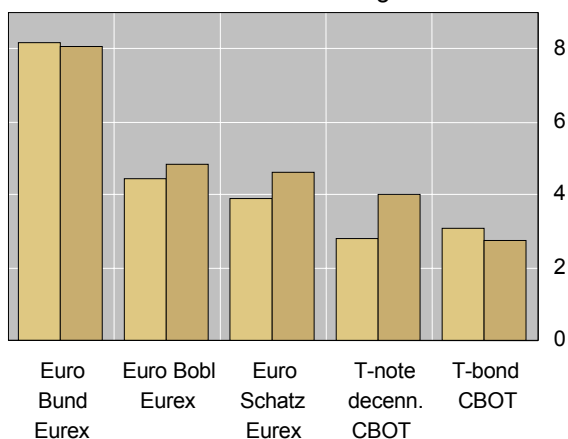
Futures su tassi d'interesse a breve termine



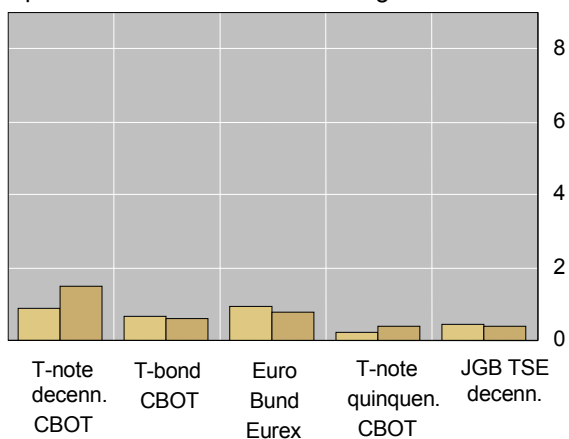
Opzioni su tassi d'interesse a breve termine



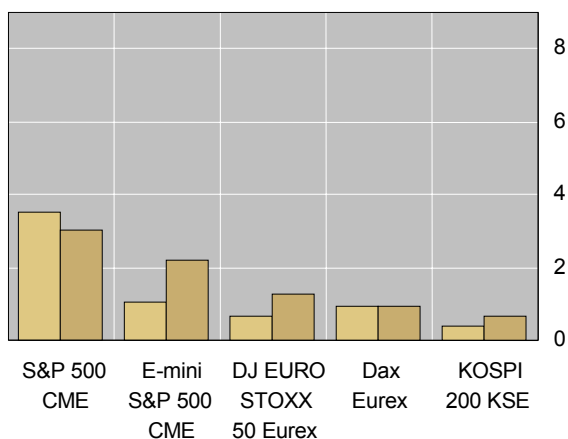
Futures su tassi d'interesse a lungo termine



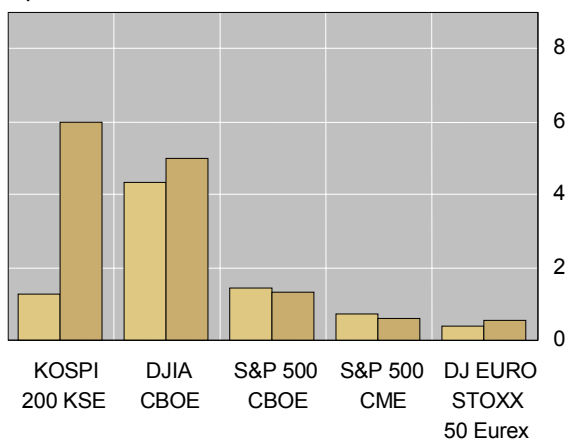
Opzioni su tassi d'interesse a lungo termine



Futures su indici azionari



Opzioni su indici azionari



Fonti: FOW TRADEdata; elaborazioni BRI.

Grafico 4.5

diverse borse valori in Asia, Europa e Nord America hanno segnato nuovi record mensili². Il forte progresso sul mese precedente è dovuto in buona

² Al momento di andare in stampa non erano ancora disponibili le statistiche sul valore in dollari delle transazioni rilevate dalla BRI.

parte all'incremento del 41% nel numero delle transazioni su indici azionari, specie in Asia e Nord America. La fiducia degli operatori dei mercati azionari è stata ulteriormente pregiudicata da nuove rivelazioni di irregolarità contabili (come dimostra l'impennata della volatilità delle borse in luglio, cfr. grafico 4.4), tra cui la rettifica dei profitti da parte di WorldCom a fine giugno. Questi sviluppi sarebbero alla base della forte crescita delle transazioni, poiché gli investitori hanno presumibilmente tentato di proteggere il valore dei loro portafogli azionari.

Nuove turbolenze nel mese di luglio

Prosegue la supremazia di un ristretto gruppo di prodotti

Nonostante il loro vigore, i mercati degli strumenti derivati negoziati in borsa continuano a essere dominati da un ristretto gruppo di prodotti (grafico 4.5). Nella prima metà del 2002 i cinque contratti future più attivamente scambiati sul mercato monetario rappresentavano quasi il 95% del turnover mondiale. Dato che gli operatori tendono a utilizzare un solo strumento a breve per ogni principale fascia oraria, pochi nuovi contratti sono riusciti a guadagnare quote di mercato negli ultimi anni. Un'eccezione è rappresentata dalle opzioni "midcurve" su futures di tasso d'interesse³, affermatesi al CME.

Negoziazioni concentrate su alcuni mercati monetari

Le negoziazioni in futures a reddito fisso a più lungo termine risultano leggermente meno concentrate dei contratti di mercato monetario: i cinque principali futures di tasso d'interesse a medio-lungo termine hanno concorso al 77% degli scambi globali per tale tipologia di strumenti nel primo semestre 2002. Ciò rispecchia in buona parte le maggiori opportunità per l'assunzione di posizioni nel segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti.

La concentrazione è più bassa per i futures su indici azionari: i cinque contratti maggiormente negoziati rappresentano il 63% degli scambi complessivi. In certa misura ciò può essere spiegato dall'introduzione negli ultimi anni di una serie di contratti su indici riferiti a vari subsegmenti dei mercati azionari.

³ Le opzioni standard prevedono la consegna di futures con la medesima scadenza delle opzioni stesse, mentre in quelle di tipo "midcurve" i futures da consegnare presentano scadenze più lunghe. Questo tipo di opzione permette agli operatori di gestire le esposizioni a lunga e di beneficiare di una più ampia gamma di opportunità sulla volatilità di mercato.

Mercato degli immobili residenziali e crescita economica: insegnamenti tratti dal boom delle operazioni di rifinanziamento USA¹

Durante il rallentamento ciclico del 2001 la spesa delle famiglie nell'area OCSE è rimasta sorprendentemente sostenuta. Ciò sarebbe dovuto al sostegno fornitole dal crescente valore della proprietà immobiliare e dal calo dei tassi ipotecari, soprattutto nei paesi anglofoni². La resilienza di tale spesa è stata particolarmente degna di nota negli Stati Uniti, dove la ricchezza complessiva delle famiglie si è ridotta a causa dei ribassi azionari. Il mercato ipotecario USA sembra aver svolto un significativo ruolo di sostegno: l'ondata di rifinanziamenti ipotecari registrata lo scorso anno è stata senza precedenti sia per la loro natura che per l'entità. Il presente saggio monografico analizza gli effetti di tali transazioni durante la fase contrattiva del 2001, nonché l'incidenza dei cambiamenti strutturali intervenuti nel mercato dei mutui ipotecari³.

Boom dei rifinanziamenti e spesa delle famiglie nel 2001

Nel 2001 è stato rifinanziato sui mercati USA un numero di prestiti ipotecari senza precedenti: 11,2 milioni (dato stimato), circa il doppio del 1998, che pure all'epoca era stato considerato un anno "straordinario"⁴.

Il rifinanziamento dei mutui ipotecari può accrescere il potere di acquisto effettivo delle famiglie in due modi. In primo luogo, tramite il credito aggiuntivo ottenibile a fronte del maggior valore dell'immobile. Tale "monetizzazione", o smobilizzo, dell'incremento di valore ("cash-out") richiede che l'ammontare in dollari delle ipoteche di nuova accensione sia superiore a quello dei prestiti rifinanziati. La differenza fra i due importi, al netto delle commissioni, costituisce una disponibilità immediata di contante per le famiglie. In secondo luogo, allorché il tasso applicato al nuovo prestito è inferiore a quello sul mutuo

¹ Gli autori desiderano ringraziare Angelika Donaubaue per l'eccellente supporto analitico. Le opinioni espresse in questo studio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.

² Cfr. BRI (2002).

³ Sui nessi tra mercati delle abitazioni e consumi nel Regno Unito, cfr. Aoki et al. (2002).

⁴ Cfr. Bennett et al. (1999).

Indicatori dell'attività di rifinanziamento USA, 1997–2001						
Anno	Prestiti rifinanziati (milioni)	Età del prestito rifinanziato ¹	Apprezzamento dell'immobile rifinanziato ¹		Percentuale rifinanziamenti con "cash-out"	Rapporto tasso d'interesse vecchio/nuovo ¹
			Totale ²	Annuo ³		
1997	2,8	4,0	13	3,1	62	1,07
1998	6,7	4,1	10	2,4	49	1,18
1999	4,4	5,6	13	2,2	66	1,12
2000	2,4	6,0	26	3,9	81	0,97
2001	11,2	2,6	14	5,2	54	1,18

¹ Valore mediano. ² Apprezzamento totale nel periodo compreso fra l'accensione del prestito originario e il suo rifinanziamento, in percentuale. ³ Apprezzamento medio annuo nel periodo compreso fra l'accensione del prestito originario e il suo rifinanziamento, in percentuale.

Fonti: Credit Suisse First Boston; Freddie Mac. Tabella 1

originario, i minori pagamenti a titolo di interessi aumentano il reddito disponibile a parità di volume delle ipoteche sottostanti. I dati per il 2001 indicano che, nel complesso, il primo effetto è stato considerevolmente più pronunciato del secondo.

Grazie alla monetizzazione dell'incremento di valore degli immobili, nel 2001 i rifinanziamenti hanno impresso una spinta considerevole al potere di acquisto effettivo. Il valore in linea capitale del 54% dei nuovi prestiti ipotecari risultava di almeno il 5% più elevato di quello delle ipoteche originarie (tabella 1); circa la metà dei crediti rifinanziati avrebbe pertanto generato flussi netti di contante. Il valore mediano dell'apprezzamento degli immobili rifinanziati nel 2001 era pari a circa \$25 000⁵ in soli 2,6 anni, e ciò è indicativo dell'impennata dei prezzi abitativi nel 2000 e 2001.

La propensione a sfruttare la rivalutazione dei prezzi degli alloggi era stata persino più forte nel 2000: si stima infatti che in quell'anno l'80% delle transazioni di rifinanziamento abbia prodotto "cash-out". Nei sei anni a partire dal precedente finanziamento, il valore del patrimonio immobiliare era aumentato in media di \$36 000. Ciò nonostante, nel 2001 l'incremento potenziale del potere di acquisto effettivo è stato molto più marcato, giacché il numero dei prestiti rifinanziati si è quintuplicato.

Il ricorso al rifinanziamento ipotecario per monetizzare l'apprezzamento dell'immobile ha pertanto contribuito ad aumentare l'indebitamento delle famiglie. Il debito ipotecario, che costituisce i due terzi di tale indebitamento, è cresciuto di \$850 miliardi, ossia del 19%, negli ultimi due anni (grafico 1). L'incremento rispecchia in parte il consolidamento di altre tipologie di debito, quali i saldi dovuti dai titolari di carte di credito. Nondimeno, l'incidenza delle passività delle famiglie sul reddito disponibile – invece di diminuire, come era accaduto durante le passate recessioni – ha toccato il massimo storico del

La monetizzazione del patrimonio immobiliare ha aumentato il reddito disponibile ...

... ma si è accompagnata a crescenti livelli di debito ipotecario

⁵ La National Association of Realtors stima che nel 2001 il prezzo medio di vendita di una casa unifamiliare già costruita era pari a \$176 200. Applicando a tale importo i dati trimestrali (non indicati in questa sede) sull'apprezzamento medio degli immobili oggetto di rifinanziamento si ottiene una rivalutazione media di \$24 700. Si tratta di una stima prudente, poiché non tiene conto del capitale nel frattempo rimborsato, che farebbe aumentare il "cash-out" disponibile.

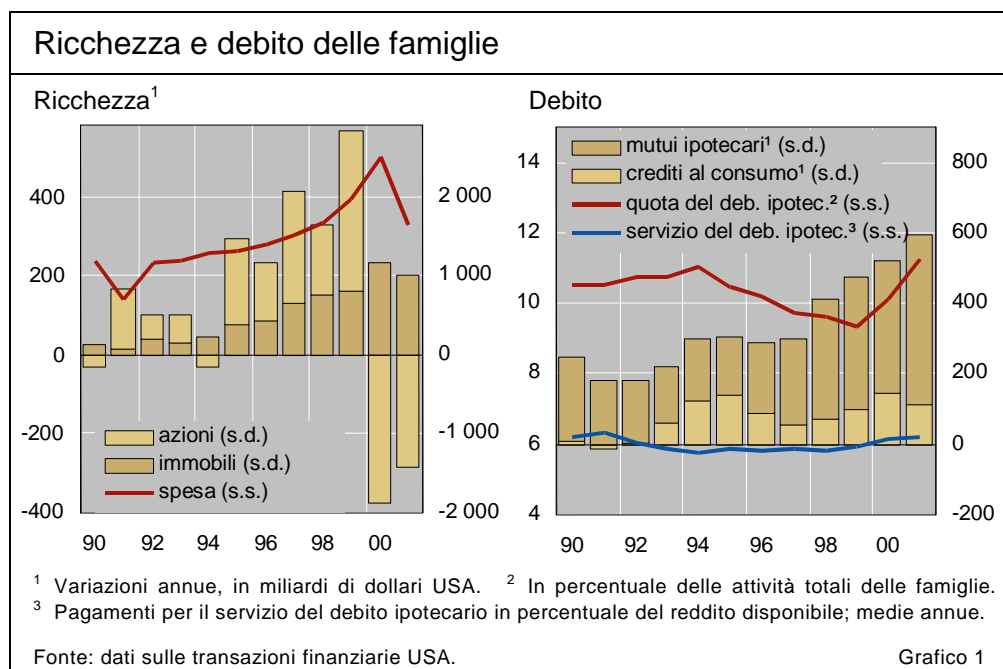
106%. Il valore del patrimonio immobiliare delle famiglie USA al netto del debito ha perso circa 10 punti percentuali nell'ultimo decennio, e ammonta attualmente ad appena il 55%.

Un'ulteriore conseguenza del grado di leva a fronte della proprietà abitativa è che il rifinanziamento, pur riducendo sostanzialmente gli interessi corrisposti sulle ipoteche in essere (tabella 1), non si è tradotto in un minore onere per il servizio del debito. Nel 2000 talune famiglie hanno persino rinegoziato i loro prestiti a condizioni di tasso più svantaggiose pur di disporre di contante. Il costo del servizio del debito ipotecario in termini di reddito disponibile è oggi più alto di quanto non fosse nei primi anni novanta (grafico 1).

Il rifinanziamento ipotecario sembra aver svolto un ruolo significativo nel mantenere i consumi USA su livelli insolitamente elevati durante l'ultimo rallentamento. Ipotizzando che il 54% dei prestiti rifinanziati abbia generato flussi netti di cassa e che l'intero apprezzamento degli immobili rifinanziati nel 2001, pari in media a \$25 000, sia stato monetizzato, si giunge a una stima del cash flow discrezionale connesso con tali transazioni equivalente a \$150 miliardi. Ciò corrisponde al 2,3% del patrimonio immobiliare delle famiglie al netto del debito (contro \$67 miliardi e l'1,1% del 2000).

Si stima che circa la metà di questi nuovi flussi di cassa venga utilizzata per spese correnti⁶. Intorno alla fine degli anni novanta tale stima era pari a un quinto, mentre un terzo veniva impiegato in ristrutturazioni immobiliari. La propensione al consumo risultante dagli introiti straordinari generati dai

Effetto significativo sui consumi



⁶ Secondo l'indagine triennale di Consumer Finances, per ogni dollaro monetizzato nel 1998 e agli inizi del 1999, €18 sono stati spesi in beni di consumo e €33 in ristrutturazioni immobiliari (incluse negli investimenti residenziali); circa €28 sono stati utilizzati per il rimborso di altri debiti. Cfr. Brady et al. (2000).

rifinanziamenti del 2001 potrebbe essere stata alquanto più elevata. Vi sono alcune indicazioni secondo cui i proprietari di case avrebbero “iperreagito” agli aumenti di reddito connessi con le rivalutazioni immobiliari⁷. Ponendo la quota della spesa corrente totale (50%) e dei consumi (20%) come limite superiore e inferiore, il “cash-out” realizzato nel 2001 ha contribuito all’aumento totale dei consumi per un 10-25%.

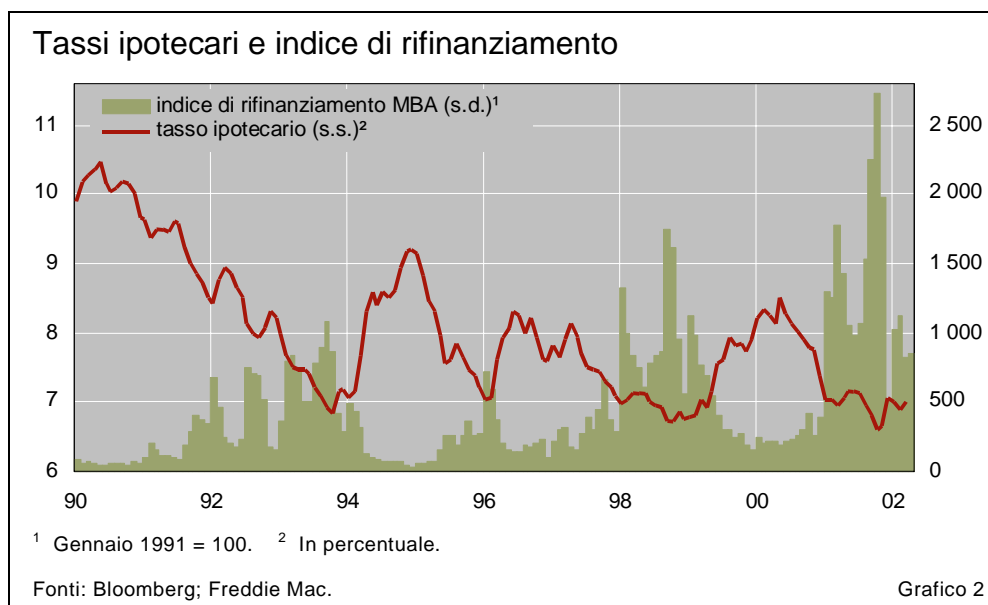
Fattori propulsivi alla base del boom dei rifinanziamenti nel 2001

L’intensa attività di rifinanziamento nel 2001 e il suo impatto sulla spesa delle famiglie possono essere interpretati come il risultato della concomitanza di più bassi tassi ipotecari nominali, costi di transazione decrescenti e rapido apprezzamento degli immobili offerti in garanzia⁸.

Il rallentamento economico negli Stati Uniti ha fornito lo spunto per il forte calo dei tassi ipotecari: in linea con i rendimenti dei titoli di qualità bancaria, essi si sono tendenzialmente ridotti dalla fine del 2000, toccando di recente minimi non più osservati da tre decenni (grafico 2).

Il calo dei tassi spinge i debitori a esercitare l’opzione di rimborso dei mutui ipotecari, in genere senza alcuna penale, prima della scadenza prevista. Tuttavia, l’ondata di rifinanziamenti del 2001 è stata molto più forte che non in precedenti cicli di tasso. Nel 1998, l’ultima volta in cui i tassi hanno registrato flessioni analoghe a quelle dello scorso anno, il numero dei prestiti rifinanziati era pari a circa la metà di quelli del 2001. In entrambi i casi, con l’opzione di

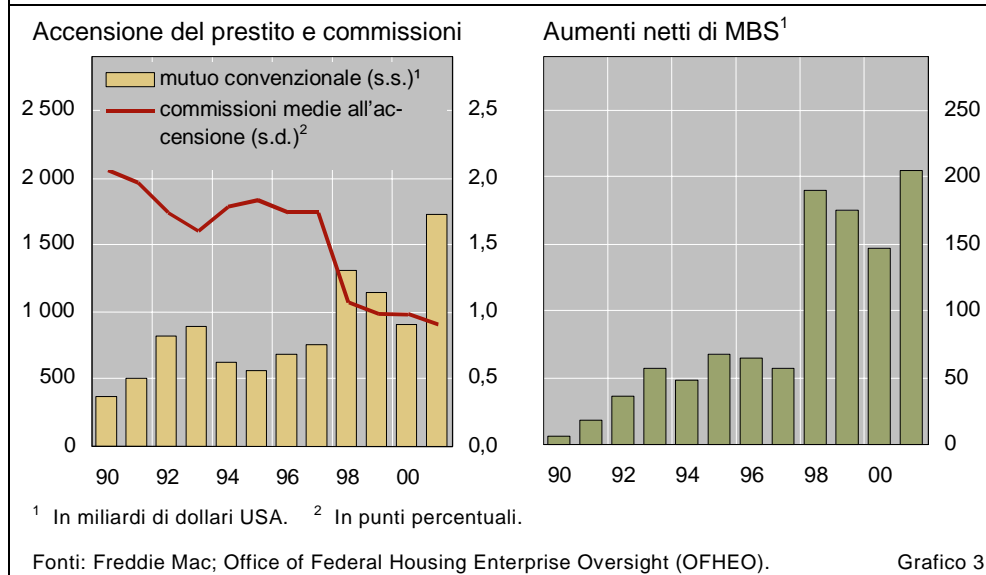
Rifinanziamento
stimolato dai minori
tassi d’interesse ...



⁷ Cfr. Capozza e Seguin (1996).

⁸ L’attività di rifinanziamento dipende inoltre da alcuni altri fattori micro e macroeconomici, fra cui la volatilità dei tassi ipotecari, i costi di transazione del rifinanziamento e la qualità creditizia del mutuatario. Cfr., ad esempio, Bennett et al. (2001).

Accensione del mutuo, commissioni e portafoglio ipotecario AEG



rimborso anticipato i mutuatari hanno ridotto i loro tassi effettivi di indebitamento di circa 125 punti.

... dal calo dei costi di transazione ...

Oltre ai tassi ipotecari nominali sono diminuiti anche i costi transattivi connessi con la sostituzione del contratto di mutuo (la penale da corrispondere per il rifinanziamento). I proprietari di case hanno beneficiato di un consistente calo di tali commissioni, espresse in punti percentuali sull'ammontare del prestito (grafico 3). Le commissioni medie pagate sui prestiti ipotecari trentennali che soddisfano i criteri di rifinanziamento fissati dalle Agenzie di Emanazione Governativa (AEG) ammontano attualmente a soli 50 punti base, appena un terzo di quelle praticate cinque anni or sono.

A partire dal netto calo delle commissioni nel 1998, i rifinanziamenti hanno rappresentato il 43% dell'ammontare complessivo delle ipoteche di nuova accensione, rispetto al 34% registrato durante il ciclo dei tassi del 1993-96. Ciò indica che la riduzione della soglia dei pagamenti per contante ha innalzato la propensione delle famiglie al rifinanziamento, indipendentemente dal tasso ipotecario effettivo⁹.

... e dall'impennata dei prezzi degli alloggi

L'impennata dei prezzi degli alloggi ha creato la ricchezza aggiuntiva di cui le famiglie hanno usufruito mediante il rifinanziamento dei loro mutui. Gli ultimi due anni sono stati unici nel loro genere per quanto riguarda la dinamica di tali prezzi. Ogni recessione precedente si era quantomeno accompagnata a una minore crescita dei prezzi delle abitazioni, e in due occasioni essi erano di fatto diminuiti. Per converso, durante il rallentamento economico cominciato a metà del 2000 i rincari degli immobili residenziali hanno segnato

⁹ Una stima econometrica basata sui dati mensili da gennaio 1990 a marzo 2002 conferma l'importanza delle commissioni nell'attività di rifinanziamento. Regredendo l'indice di rifinanziamento sulle tre variabili commissioni, variazioni dei prezzi degli alloggi e variazioni dei tassi d'interesse, le commissioni evidenziano l'atteso segno negativo (una loro diminuzione fa aumentare l'indice di rifinanziamento): un calo di 50 punti base nelle commissioni produce un effetto analogo al calo di un punto percentuale nei tassi ipotecari.

un'accelerazione. L'indice dei prezzi delle abitazioni OFHEO è salito del 9,3% nel 2000 e del 6,0% nel 2001. Si tratta di aumenti ben al di sopra della media annua del 4,6% registrata negli ultimi 20 anni.

In aggiunta alle tendenze demografiche, che rappresentano un rilevante fattore propulsivo di lungo periodo per i prezzi degli immobili residenziali¹⁰, alla base di questo aumento potrebbero esservi state anche le favorevoli condizioni di finanziamento. Grazie alla riduzione dei tassi ipotecari e delle quote da versare a titolo di acconto, il numero di coloro che possono permettersi l'acquisto di un alloggio è aumentato, e negli ultimi cinque anni la percentuale di proprietari della casa di abitazione è passata dal 64 a quasi il 68%. La crescente domanda di immobili a uso residenziale, accentuata dalla loro penuria in talune aree urbane, ha finito con l'esercitare pressioni al rialzo sui prezzi.

Rifinanziamenti e modifiche nelle condizioni del mercato ipotecario

Al di là dei fattori ciclici, come la debole crescita dell'economia e l'allentamento della politica monetaria, la riduzione dei costi del rifinanziamento è da ascrivere in parte a modifiche intervenute nel mercato ipotecario e al comportamento di alcuni dei suoi operatori principali. Tali cambiamenti hanno permesso al sistema finanziario di assorbire un ingente volume di nuovi mutui e rifinanziamenti senza precedenti, a spreads di tasso sostanzialmente stabili fra prestiti ipotecari e Treasuries.

L'introduzione di nuove tecnologie sembra aver contribuito al calo delle commissioni, facilitando così il rifinanziamento dei prestiti ipotecari. Un esempio rilevante è la sottoscrizione elettronica dei mutui ammissibili al rifinanziamento presso Fannie Mae e Freddie Mac¹¹. Queste ultime, oltre a essere istituzioni private, sono agenzie di emanazione governativa, cui è demandato il compito d'interesse pubblico di promuovere la proprietà immobiliare. Esse sono di gran lunga i principali operatori del mercato delle ipoteche su immobili residenziali.

Le più basse commissioni non sono unicamente frutto del comportamento degli intermediari, poiché rispecchiano anche la scelta dei debitori fra le varie alternative di rifinanziamento. Tuttavia, la loro flessione piuttosto netta conferma l'ipotesi di mutamenti dal lato dell'offerta concernenti un'ampia quota del mercato.

La forte espansione dei mutui ipotecari nei portafogli delle AEG sembra aver svolto un ruolo importante nell'assorbire la crescita dei nuovi prestiti e di

I più bassi costi di accensione del mutuo ...

¹⁰ Cfr. Joint Center for Housing Studies (2002).

¹¹ Secondo Fannie Mae (1999), l'introduzione di un sistema elettronico di sottoscrizione ha consentito ai prestatori di abbattere i costi di accensione di oltre \$800.

... e le strategie di "buy-and-hold" delle AEG sembrano aver favorito i rifinanziamenti

quelli rinegoziati¹². In passato le AEG avevano essenzialmente "trasferito" ad altri investitori, mediante operazioni di cartolarizzazione, i mutui erogati dalle banche. Dal 1998 le AEG sono divenute anche le maggiori detentrici di tali titoli di debito (grafico 3). Nel 2001 si è registrato un picco nella crescita di mutui ipotecari nei portafogli delle agenzie, con un incremento di \$207 miliardi. Tale ammontare equivale al 43% dell'indebitamento netto delle famiglie sotto forma di prestiti ipotecari sulle abitazioni, una percentuale leggermente inferiore alla media del periodo 1998-2001 (47%), ma decisamente al disopra di quella osservata nei precedenti anni del decennio (27% fra il 1990 e il 1997).

La detenzione di mutui ipotecari nei portafogli delle AEG potrebbe aver stabilizzato gli spreads disaggregando i rischi di durata finanziaria e di rimborso anticipato di tali prestiti. Un elemento di questa strategia è stata l'emissione da parte delle AEG di propri titoli di debito, e in particolare di obbligazioni benchmark non riscattabili. Rispetto ai "mortgage-backed securities", tali strumenti interessano una più ampia gamma di investitori in virtù del loro alto merito di credito, dell'elevata liquidità e dell'assenza del rischio di rimborso anticipato. L'altro elemento è costituito dalla gestione e copertura dei rischi di tasso e di rimborso anticipato attraverso i mercati derivati. Di conseguenza, in aggiunta ai "tradizionali" investitori in MBS, i grandi operatori in strumenti derivati sono divenuti sempre più importanti per la copertura del rischio di rimborso anticipato.

Un fattore a sostegno dell'espansione dei bilanci delle AEG e della connessa disaggregazione è stato il vantaggio derivante dallo status di tali agenzie. Le emissioni a lungo termine delle AEG sono quotate tripla A da Moody's e da Standard and Poor's, contro la doppia o singola A attribuita ai prestiti ipotecari o al merito di credito delle maggiori banche. Nel 2001 lo stock di debito in essere delle AEG è cresciuto di \$259 miliardi, ossia del 24%.

Un secondo aspetto correlato è rappresentato dalla mutata configurazione dei mercati del reddito fisso verso la fine degli anni novanta¹³. Sullo sfondo di un mercato dei titoli del Tesoro USA in contrazione, nel 1998 le AEG hanno lanciato programmi per l'emissione di titoli benchmark in dollari al fine di soddisfare la domanda di strumenti liquidi e ad alto rating. Questi prestiti vengono ora emessi su vasta scala, con scadenze da 2 a 30 anni e secondo un calendario prefissato. Nel 2000 sono state introdotte emissioni benchmark in euro, che competono attualmente per dimensioni e liquidità con i collocamenti di alcuni prenditori sovrani europei.

¹² I portafogli ipotecari detenuti dalle AEG potrebbero anche avere agito da volano fra il mercato primario e quello dei titoli garantiti da ipoteca ("mortgage-backed securities" - MBS). Questo ruolo avrebbe favorito l'attività sul mercato primario nella misura in cui ha impedito aumenti temporanei dei costi di rifinanziamento, e in seguito dei tassi ipotecari. In un recente lavoro, Naranjo e Toebs (2002) rilevano che le attività di gestione e di cartolarizzazione delle AEG stabilizzano i mercati ipotecari riducendo la volatilità dei tassi. Gli spreads fra MBS e titoli del Tesoro USA sono diminuiti nel primo e nel terzo trimestre 2001, proprio quando le AEG erano state particolarmente attive nell'acquisto di MBS. Ciò sarebbe in linea con la funzione di volano svolta dai prestiti ipotecari in portafoglio.

¹³ Sui cambiamenti dei mercati del reddito fisso, cfr. BRI (2001).

Prospettive future

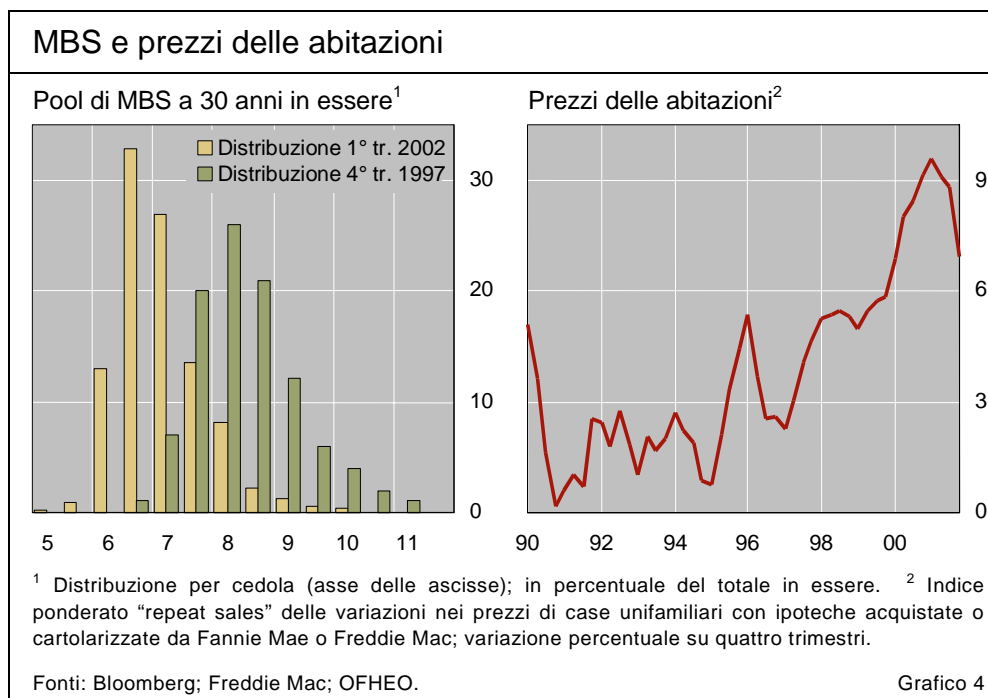
Grazie all'ulteriore declino dei tassi ipotecari e al perdurante vigore del mercato delle abitazioni, l'attività di rifinanziamento è rimasta sostenuta nel primo semestre di quest'anno. Tuttavia, sotto il profilo finanziario diversi fattori lasciano presagire un possibile rallentamento delle transazioni e della monetizzazione delle plusvalenze immobiliari.

A metà agosto il tasso d'interesse sulle ipoteche trentennali aveva toccato il minimo storico del 6,22%. Una nuova flessione, destinata a stimolare ulteriormente l'attività di rifinanziamento, sarebbe probabilmente accompagnata da un deterioramento delle prospettive economiche. In questo scenario, un calo di fiducia delle famiglie potrebbe prima o poi incidere negativamente sulla propensione a monetizzare e spendere il surplus di ricchezza immobiliare.

Inoltre, lo stock di ipoteche idonee a essere rinegoziate è andato riducendosi considerevolmente per effetto della vivace attività di rifinanziamento degli ultimi due anni. Attualmente, solo il 26% delle consistenze in essere di MBS a 30 anni presenta una cedola superiore al 7%, rispetto al 92% di fine 1997 (grafico 4). La rinegoziazione di tali prestiti offrirebbe pertanto sostanziali benefici in termini di minori interessi soltanto a una quota di mutuatari molto più bassa che in passato.

Lo spazio di manovra per altri cambiamenti nell'offerta di credito ipotecario che possano accrescere ulteriormente la propensione a rifinanziare a costi strutturalmente più bassi appare limitato. Le commissioni praticate sul mercato primario sono già diminuite drasticamente. Le condizioni a favore di una nuova espansione del debito delle AEG dipenderanno in massima parte dalla messa a punto di strumenti innovativi ad elevata qualità bancaria. In particolare, la

Il rifinanziamento resta sostenuto nel 2002, ma diversi fattori lasciano presagire un possibile rallentamento



futura offerta di titoli del Tesoro sembra ora significativamente maggiore di quanto si ritenesse in precedenza.

In tali circostanze, l'attività di rifinanziamento dipenderà largamente dall'evoluzione dei prezzi delle abitazioni. Nel primo trimestre 2002 l'indice OFHEO risultava ancora una volta cresciuto rispetto ai quattro trimestri precedenti, del 6,1%. La mera assenza di un ulteriore sostanziale incremento nei prezzi degli alloggi, oltre a frenare l'attività di rifinanziamento, ridurrebbe la funzione di "ammortizzatore" svolta dalle plusvalenze immobiliari per compensare altre perdite di ricchezza.

Conclusioni

Il boom dei rifinanziamenti USA fornisce un esempio di come i mutati profili dell'attività di finanziamento possano ripercuotersi sulla performance macroeconomica. La concomitanza di una forte crescita dei rifinanziamenti dal 1998 e di innovazioni nei mercati ipotecari appare coerente con l'ipotesi secondo cui i mutamenti dal lato dell'offerta hanno influito sul volume dei rifinanziamenti. A sua volta, la "monetizzazione" delle plusvalenze immobiliari attraverso la rinegoziazione dei prestiti ipotecari pare aver sostenuto la spesa delle famiglie. Almeno negli Stati Uniti, ciò avrebbe esercitato un significativo influsso anticiclico nel 2001¹⁴.

In una prospettiva di più lungo periodo, il recente boom del rifinanziamento potrebbe preludere alla nascita di un nuovo assetto in cui le rivalutazioni immobiliari vengono sempre più considerate alla stregua di fonte di liquidità e mezzo per assorbire le fluttuazioni del reddito e della ricchezza. Ciò non si limiterebbe necessariamente all'impiego dei tradizionali mutui ipotecari: il rifinanziamento di questi ultimi potrebbe essere affiancato da prestiti (ipoteche di secondo grado) o linee di credito a fronte della proprietà immobiliare come strumento per la gestione delle garanzie ipotecarie e del debito.

Come avvenuto nel 2001, queste maggiori opportunità di gestire il cash flow e, in definitiva, la spesa delle famiglie potrebbero contribuire a ridurre la volatilità ciclica dell'economia. In futuro, tuttavia, l'accresciuto margine per modulare la distribuzione intertemporale della spesa rischia di determinare una sovradilatazione dei bilanci delle famiglie, specie se i più alti prezzi delle abitazioni vengono visti come una stabile fonte di rendimenti futuri. Questa sovradilatazione del debito potrebbe trasformare l'investimento immobiliare in un onere finanziario più che in una riserva di valore qualora i prezzi delle abitazioni cessassero di aumentare ovvero diminuissero, o in caso di aumento dei tassi d'interesse. In tale contesto, la sostenibilità dei livelli di debito e del finanziamento immobiliare delle famiglie costituisce il presupposto necessario per una migliore flessibilità finanziaria di questo settore nel lungo periodo.

¹⁴ Un esempio di effetti prociclici è stato rilevato in Olanda nel 2000. Cfr. Netherlands Bank (2002).

Riferimenti bibliografici

Aoki K., J. Proudman e G. Vlieghe (2002): "Houses as collateral: has the link between house prices and consumption in the UK changed?", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 8, n. 1, maggio.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002): *72^a Relazione annuale*, Basilea.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001): "The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists", *BIS Papers*, n. 5, Basilea.

Bennett P., F. Keane e P. Mosser (1999): "Mortgage refinancing and the concentration of mortgage coupons", *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 5, n. 4, marzo.

Bennett P., R.W. Peach e S. Peristiani (2001): "Structural changes in the mortgage market and the propensity to refinance", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 33, n. 4, novembre.

Brady P.J., G.B. Canner e D.M. Maki (2000): "The effects of recent mortgage refinancing", *Federal Reserve Bulletin*, luglio.

Capozza D.R. e P. Seguin (1996): "Expectations, efficiency and euphoria in the housing market", *Regional Science and Urban Economics*, vol. 26, n. 3-4, giugno.

Fannie Mae (1999): *1998 Annual Report*, Washington, D.C.

Joint Center for Housing Studies (2002): "The state of the nation's housing 2002", Cambridge, Massachusetts.

Naranjo A. e A. Toevs (2002): "The effect of purchases of mortgages and securitization by government sponsored enterprises on mortgage yields and volatility", *Fannie Mae Papers*, vol. 1, n. 3, maggio.

Netherlands Bank (2002): *Annual Report 2001*, Amsterdam.

Possibili spiegazioni dei movimenti nei prezzi delle abitazioni¹

Di fronte al brusco calo dei mercati azionari mondiali, un quesito rilevante cui i policymakers sono confrontati concerne le prospettive della spesa in consumi². Anche se non è chiara l'esatta correlazione fra variazioni della ricchezza delle famiglie e spesa per consumi, quest'ultima sembra destinata a risentire negativamente dell'ingente calo delle quotazioni azionarie registrato negli ultimi tempi. Tale effetto viene però compensato dalla recente forte ascesa dei prezzi delle abitazioni in diversi paesi. La ricerca accademica ha documentato come la ricchezza immobiliare produca un impatto significativo sul comportamento dei consumatori³. L'evoluzione della spesa in consumi è pertanto in funzione anche della dinamica futura dei prezzi degli alloggi. La prosecuzione del rallentamento economico mondiale dovrebbe presumibilmente frenare l'aumento di tali prezzi. Tuttavia, se è vero che il valore dei portafogli azionari costituisce un'importante determinante della domanda di abitazioni, il mercato degli immobili residenziali potrebbe subire pressioni anche in assenza di un ulteriore cedimento dell'attività economica.

Questo studio monografico analizza la misura in cui le oscillazioni dei prezzi degli alloggi in sei economie avanzate – Stati Uniti, Regno Unito, Canada, Irlanda, Paesi Bassi e Australia – possono essere attribuite a variazioni del reddito nazionale, dei tassi d'interesse e dei prezzi azionari. A tal fine, il comportamento congiunto di queste quattro grandezze viene esaminato nel contesto di un modello empirico semplice, che consente di individuare la reazione tipica dei prezzi delle abitazioni ai movimenti di un ristretto numero di variabili chiave, e di calcolare così in che misura tali prezzi si sono tendenzialmente discostati dai valori prefigurati da quei movimenti.

Dall'analisi emergono conclusioni interessanti. Ad esempio, i risultati empirici indicano che gli shock sul reddito nazionale, sui prezzi delle azioni e sui tassi d'interesse influenzano i prezzi degli alloggi, e che alcuni dei recenti

¹ Le opinioni espresse dall'autore in questo saggio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.

² Greenspan (2002) esamina le incertezze connesse con le prospettive della spesa in consumi negli Stati Uniti a seguito del recente calo dei corsi azionari.

³ Cfr., ad esempio, lo studio di Case et al. (2001).

rincari di questi ultimi possono essere ricondotti alla favorevole evoluzione economica rilevata da tali variabili.

Dati sui prezzi delle abitazioni

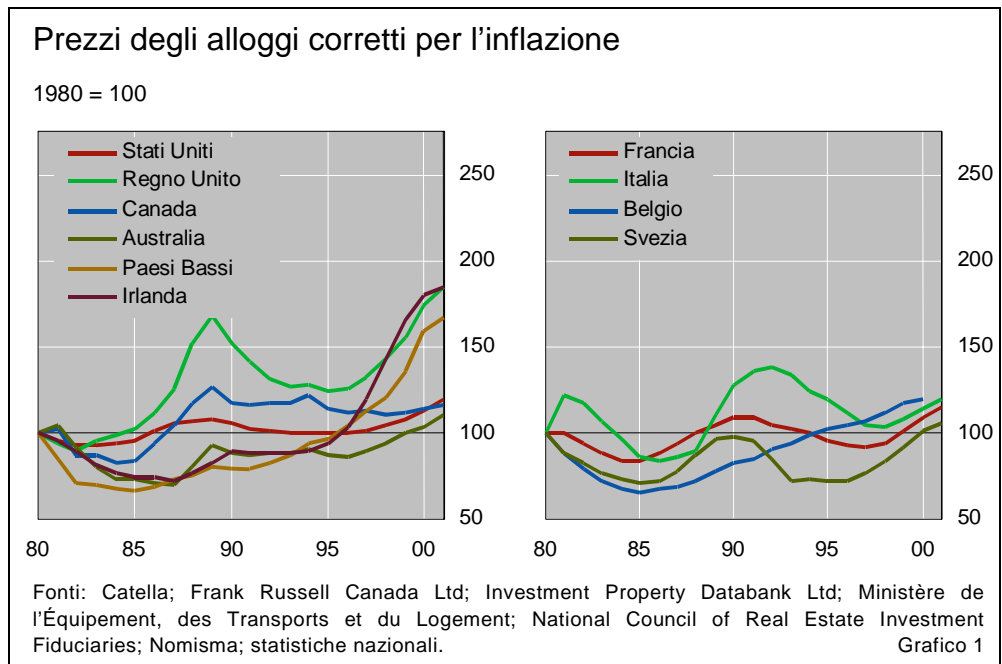
Il presente studio analizza il comportamento dei prezzi delle abitazioni in sei paesi: Stati Uniti, Regno Unito, Canada, Australia, Paesi Bassi e Irlanda. Questi paesi sono stati prescelti grazie alla disponibilità di serie relativamente lunghe di dati trimestrali sui prezzi abitativi⁴.

Le serie, che tentano di cogliere la variazione media dei prezzi degli alloggi esclusi quelli in fase di costruzione, sono riportate nel riquadro di sinistra del grafico 1. Le tendenze generali presentano ampie analogie, sia fra i paesi esaminati sia rispetto a quelle rilevate in altri paesi (grafico 1, riquadro di destra). A partire dalla metà degli anni novanta i prezzi degli alloggi sono aumentati alquanto rapidamente. Negli Stati Uniti, ad esempio, essi sono cresciuti del 21% in termini reali nel periodo 1995–2001. In altri mercati si sono registrati incrementi ancor più consistenti nello stesso periodo: 42% nel Regno Unito, 60% nei Paesi Bassi e 70% in Irlanda. Durante gli anni ottanta si era parimenti assistito a una fase di rapida crescita, mentre il rallentamento economico globale dei primi anni novanta si era accompagnato a un minore apprezzamento del mercato immobiliare⁵.

I dati mostrano un aumento dei prezzi degli alloggi nei sei paesi

Il modello empirico

Questo studio si basa su un modello di autoregressione vettoriale (VAR) di piccole dimensioni, del tipo proposto da Sims nel 1980 (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro di pag. 57). Tale modello consente di analizzare gli influssi



⁴ Dagli anni settanta al 1° trimestre 2002.

⁵ Per una trattazione più dettagliata, cfr. BRI (1993, 2002).

dinamici di un ristretto numero di variabili chiave sui prezzi degli immobili residenziali⁶. È presumibile che la domanda di abitazioni, analogamente a quella di altri beni, sia correlata positivamente al reddito e alla ricchezza delle famiglie in termini reali. Di conseguenza, la crescita del reddito nazionale reale e le variazioni nel valore dei portafogli azionari rappresentano due delle variabili chiave dei prezzi degli alloggi considerati nel VAR.

Un'abitazione è un'attività pluriennale che origina servizi di consumo nell'arco di diversi esercizi, e il suo valore implicito coincide con il valore attualizzato del flusso atteso di tali servizi. Il prezzo di un'abitazione dipende pertanto dai tassi d'interesse correnti e attesi impiegati per attualizzare questo flusso. In condizioni di mercato ideali, un tasso d'interesse a lungo termine dovrebbe verosimilmente cogliere gli effetti dell'intero profilo temporale dei tassi di sconto. Tuttavia, i mercati dei capitali sono spesso imperfetti. In particolare, i tassi a breve termine potrebbero riflettere vincoli finanziari ed effetti di cash flow. Di fatto, le ipoteche a tasso variabile sono abbastanza frequenti in diversi paesi considerati⁷.

Secondo la teoria economica i prezzi delle abitazioni, analogamente ad altri prezzi delle attività, reagiscono a nuove informazioni sulle determinanti del valore. Nell'ambito del VAR è possibile calcolare la risposta tipica dei prezzi immobiliari a modifiche imprevedibili, ossia a "sorpresa", delle determinanti chiave di tale valore nel corso del tempo (ad esempio, una variazione imprevista del tasso di crescita del reddito nazionale). Nei paragrafi che seguono viene descritta la reazione dei prezzi delle abitazioni a tre shock, rappresentati grosso modo da uno scarto quadratico in valore assoluto: un aumento a sorpresa dell'1% nel tasso di crescita del reddito nazionale, una diminuzione a sorpresa di un punto percentuale nei tassi d'interesse e un incremento del 10% delle quotazioni azionarie.

Le determinanti dei prezzi delle abitazioni

Questa sezione analizza le risposte dei prezzi delle abitazioni ai tre shock sopra menzionati. Prima di passare alla trattazione delle stime, un quesito che naturalmente si pone è se gli influssi cumulativi presentati riproducano effettivamente le risposte dei prezzi delle abitazioni alle determinanti chiave esaminate, o se invece essi rispecchino semplicemente una concomitanza di errori nel campione. Nel tentativo di rispondere a tale quesito sono stati effettuati test statistici formali. I risultati indicano che, prese nel loro insieme, le variabili chiave considerate sono statisticamente significative nel determinare le variazioni nei prezzi degli alloggi⁸. A dire il vero, vi è una sostanziale incertezza riguardo all'esatta dimensione degli influssi. Nondimeno, ogni

⁶ Nel VAR è stata inserita la variazione percentuale trimestrale dei prezzi reali delle abitazioni, anziché il loro livello, poiché è più probabile che i tassi di crescita di tali prezzi oscillino intorno a una media costante.

⁷ Cfr. Borio (1995).

⁸ Questi test, basati sugli esperimenti di Monte-Carlo, vengono trattati in maggior dettaglio nel riquadro di pag. 57.

Il modello coglie gli effetti di reddito, ricchezza azionaria e tassi d'interesse

I test statistici indicano che gli effetti sono significativi

risposta cumulativa presenta il segno teoricamente corretto, è cioè è un'ulteriore riprova della scarsa probabilità che i risultati siano dovuti unicamente al caso.

Sussiste inoltre incertezza in merito al modello appropriato per analizzare queste relazioni dinamiche, dato che il VAR qui impiegato costituisce solo una delle possibili alternative. Oltre a ciò, può essere messa in discussione anche l'adeguatezza delle ipotesi impiegate per la definizione del VAR, inclusa la sequenza delle variabili. Di tutto ciò si tratterà in maniera più dettagliata nel riquadro di pag. 57.

Shock sulla crescita del PNL

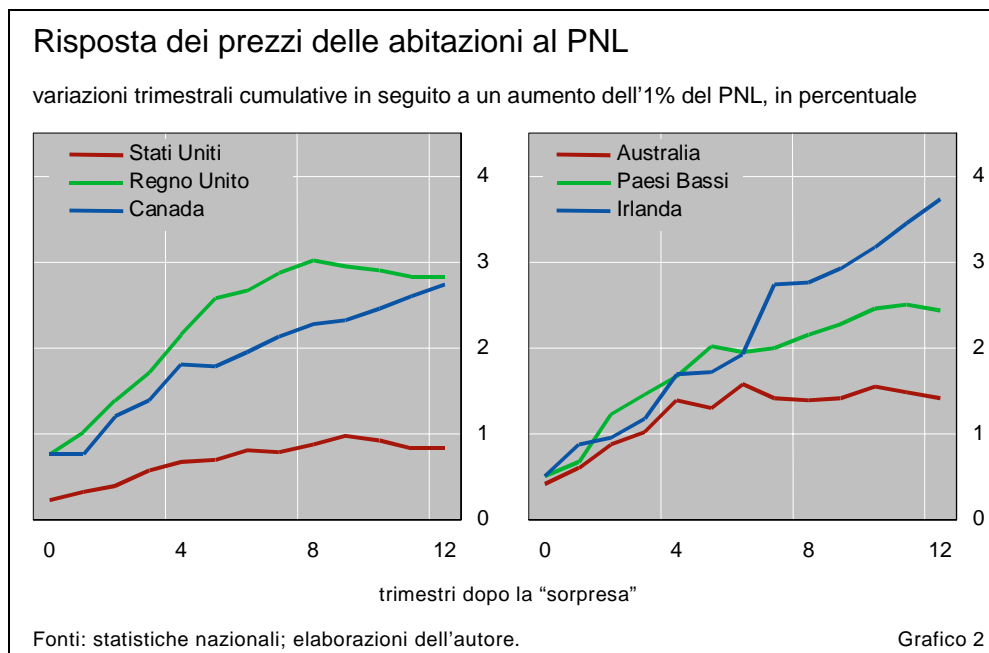
Ci si può attendere che incrementi nel tasso di crescita del reddito nazionale conducano nel tempo a rincari dei prezzi delle abitazioni, e questa ipotesi è coerente con i dati (grafico 2). Vi è un'ampia analogia nelle risposte calcolate per i vari paesi. Stime puntuali indicano che gli aumenti nella crescita del PNL producono un influsso positivo durevole sui prezzi immobiliari, pur accompagnandosi anche a un contestuale aumento dei tassi d'interesse reali. Un incremento dell'1% del saggio di crescita del PNL si associa a un rincaro dei prezzi reali degli alloggi nell'ordine dell'1-4% dopo tre anni. L'effetto stimato risulta il più alto in Irlanda. Ciò è dovuto in parte all'elevato grado di persistenza degli shock sul reddito nazionale del paese. Nell'arco del periodo campione, un aumento inatteso del tasso di crescita del PNL irlandese si è accompagnato a una maggiore crescita del prodotto nel corso degli anni successivi.

Aumenti del reddito nazionale determinano rincari dei prezzi degli alloggi ...

Shock sui tassi d'interesse reali

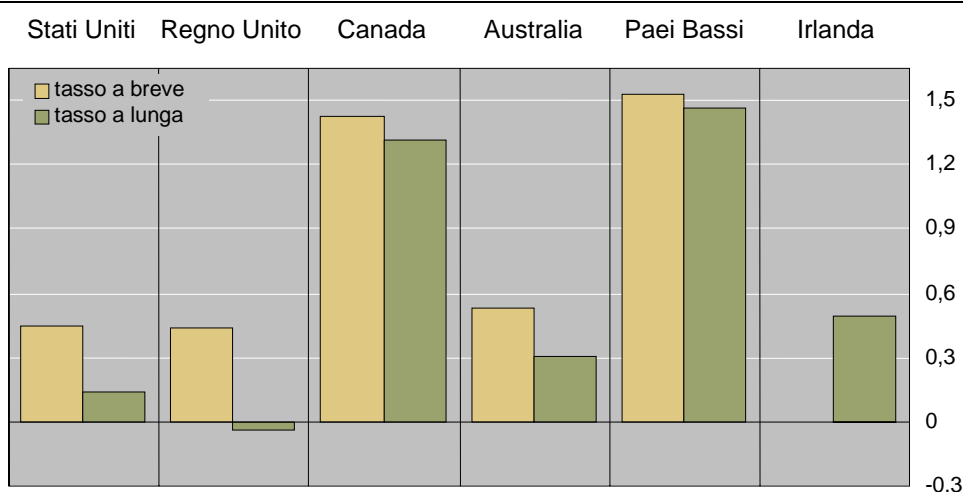
Le stime puntuali indicano altresì che una flessione dei tassi d'interesse reali determina nel tempo un aumento dei prezzi abitativi (grafico 3). Ciò vale sia che il modello consideri tassi d'interesse a lunga sia a breve in termini reali. Un decremento di 100 punti base nel tasso d'interesse reale a breve provoca un

... così come le diminuzioni dei tassi d'interesse



Risposta dei prezzi delle abitazioni ai tassi d'interesse

variazione percentuale cumulativa dopo quattro trimestri prodotta da una diminuzione di un punto percentuale dei tassi d'interesse¹



¹ Calcolata per tassi d'interesse reali sia a breve sia a lungo termine (per l'Irlanda, solo tassi a lunga).

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni dell'autore.

Grafico 3

aumento dei prezzi compreso tra $\frac{1}{2}$ e $1\frac{1}{2}$ punti percentuali nell'arco di quattro trimestri. Tutti i paesi considerati evidenziano una minore reazione dei prezzi alle diminuzioni dei tassi a lungo termine. Come accennato precedentemente, il diverso impatto dei tassi a lunga e a breve potrebbe essere riconducibile alle imperfezioni dei mercati dei capitali.

Variazioni dei corsi azionari

I corsi azionari sembrano avere un notevole effetto nel Regno Unito e in Canada ...

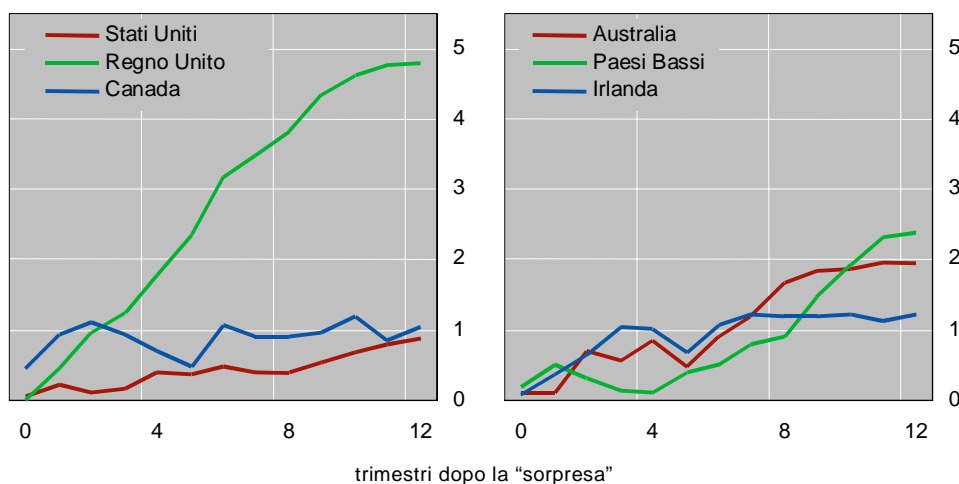
Per tutti i paesi il modello stimato mette in luce l'esistenza di una correlazione positiva fra le variazioni dei corsi azionari e quelle dei prezzi immobiliari (grafico 4). Stime puntuali indicano che nei tre anni successivi a una crescita del 10% delle quotazioni azionarie, i prezzi degli alloggi di Stati Uniti, Canada e Irlanda aumentano dell'1% circa. In Australia e nei Paesi Bassi questa percentuale si attesta intorno al 2%, mentre nel Regno Unito l'effetto è molto più pronunciato (l'aumento dopo tre anni è pari in media al 5%).

... poiché essi anticipano la crescita del reddito

La risposta positiva dei prezzi delle abitazioni ai movimenti dei corsi azionari potrebbe rispecchiare la tendenza di questi ultimi ad anticipare la crescita del reddito nazionale. Le stime convalidano in certa misura questo assunto. Nel Regno Unito un aumento del 10% nei prezzi azionari si associa tipicamente a una crescita dello 0,7% del reddito nazionale nel corso del triennio successivo. In Australia tale percentuale è pari allo 0,3% circa. In generale, tuttavia, l'entità delle variazioni del reddito in risposta ai movimenti dei corsi azionari non è tale da spiegare pienamente l'effetto di questi corsi sui prezzi degli immobili residenziali. Tenendo anche conto che nella maggior parte dei paesi considerati il possesso di titoli azionari presso le famiglie è fenomeno alquanto diffuso, tale conclusione indica che probabilmente la correlazione positiva rispecchia altresì l'effetto "ricchezza azionaria" sulla domanda di abitazioni.

Risposta dei prezzi delle abitazioni ai corsi azionari

variazioni trimestrali cumulative in seguito a un aumento del 10% nei corsi azionari, in percentuale



Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni dell'autore.

Grafico 4

È forse sorprendente che le oscillazioni dei corsi azionari si ripercuotono sui prezzi delle abitazioni USA in misura minore di quanto osservato in altri paesi, dato che i portafogli azionari sono relativamente diffusi presso il settore famiglie degli Stati Uniti. Vi sono almeno due possibili spiegazioni di tale fenomeno. La prima confermerebbe l'opinione secondo cui le famiglie statunitensi avrebbero considerato temporanei i loro ingenti guadagni di borsa. In tal caso, le plusvalenze realizzate non si sarebbero necessariamente tradotte nella percezione di un sostanziale aumento di ricchezza⁹. Restano oscuri i motivi per cui tali guadagni non siano stati ritenuti permanenti. La seconda spiegazione risiederebbe nel fatto che gli investimenti in titoli azionari negli Stati Uniti potrebbero rappresentare un sostituto delle attività immobiliari. L'estesa proprietà delle case di abitazione, nonché un passato di apprezzamenti del valore degli immobili residenziali e di elevati indici di rotazione nella titolarità di alloggi, sembrano aver reso le attività immobiliari negli USA un investimento più attraente rispetto ad altri paesi. In particolare, nei periodi di ampi afflussi di capitali sui mercati azionari è possibile riscontrare un calo della domanda di investimenti in abitazioni; ciò determina un minore apprezzamento degli indici immobiliari in presenza di una crescita relativamente sostenuta delle quotazioni di borsa.

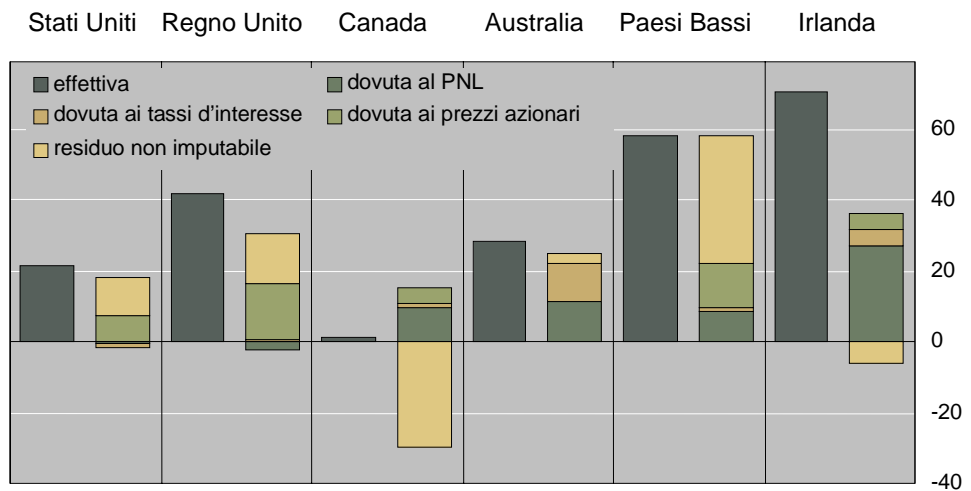
Quali shock rilevano maggiormente?

Oltre a individuare la risposta tipica dei prezzi delle abitazioni a un particolare shock, il modello adottato può essere utile a chiarire l'importanza relativa di ciascuna perturbazione nel determinare i movimenti dei prezzi immobiliari durante il periodo considerato dall'indagine.

⁹ A sostegno di tale ipotesi, Lettau e Ludvigson (2002) non riscontrano che l'aumento dei prezzi azionari USA registrato nel decennio precedente abbia prodotto un impatto significativo sui consumi statunitensi.

Dinamica dei prezzi delle abitazioni

crescita percentuale cumulativa nel periodo 1° trim. 1995 – 1° trim. 2002



Nota: per ogni paese la prima barra mostra la crescita dei prezzi delle abitazioni nel periodo e include la componente che può essere imputabile alle dinamiche degli shock fino a tutto il 4° trimestre 1994, mentre la seconda barra scompone la parte della variazione effettiva dei prezzi che non è imputabile a queste dinamiche. Le componenti rappresentano il contributo degli shock sulla crescita del PNL, sui tassi d'interesse e sui corsi azionari a partire dal 1° trimestre 1995.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni dell'autore.

Grafico 5

Sorprendente importanza dei prezzi azionari

Le stime puntuali indicano che l'importanza relativa dei diversi shock varia da paese a paese, e questo forse non è un aspetto sorprendente. Un risultato comune è invece il contributo fornito dalle oscillazioni dei corsi azionari ai prezzi delle abitazioni. Nella maggior parte dei casi, le variazioni dei corsi azionari sembrano rivestire per i prezzi delle abitazioni la stessa importanza dei movimenti del PNL e dei tassi d'interesse. Ad esempio, per Stati Uniti, Canada e Australia ognuno di tali shock spiega fra il 7 e il 15% della varianza nella crescita dei prezzi immobiliari su un orizzonte triennale. Le quotazioni azionarie svolgono un ruolo molto maggiore nel Regno Unito, dove questa percentuale sale al 35%, contro il 20% circa delle oscillazioni del PNL.

Apprezzamento effettivo e "spiegato" dei prezzi delle abitazioni

Il modello di autoregressione vettoriale può essere impiegato anche per scomporre l'apprezzamento effettivo del valore delle abitazioni in un dato periodo in tre parti: quella attribuibile alle informazioni disponibili a inizio periodo in base all'effetto ritardato degli shock precedenti; quella attribuibile alle nuove informazioni sulle determinanti fondamentali comprese nel VAR; gli aumenti di prezzo non correlati a queste determinanti.

In cinque paesi i prezzi immobiliari sono inaspettatamente saliti ...

I risultati di questa scomposizione per il periodo compreso fra il 1° trimestre 1995 e il 1° trimestre 2002 sono riportati nel grafico 5. Nell'arco di tempo considerato, i prezzi degli immobili residenziali sono in genere cresciuti più di quanto ci si sarebbe potuto attendere a inizio periodo unicamente in base all'effetto ritardato dei precedenti shock nel sistema. La sola eccezione è rappresentata dal Canada, dove gli indici immobiliari sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo, benché il modello prevedesse un aumento del

valore delle abitazioni pari al 15%. La dinamica dei prezzi per questo paese è tanto più sorprendente se si considerano gli andamenti del reddito nazionale, dei tassi d'interesse e dei corsi azionari. Il modello associa le sorprese favorevoli di queste variabili con prezzi abitativi più alti di quelli conseguibili in assenza di tali shock. Secondo questa analisi, nell'arco del periodo la performance del mercato immobiliare in Canada risulta inferiore nella misura del 30%.

In ogni altro paese gli aumenti dei prezzi immobiliari nei sette anni considerati sono stati superiori a quelli attesi sulla base delle informazioni disponibili all'inizio del 1995. Nel caso dell'Irlanda, la migliore performance può essere ascritta alle sorprese positive concernenti il reddito nazionale. Per quanto riguarda invece Stati Uniti, Regno Unito e Paesi Bassi, gli inattesi rialzi dei mercati azionari rappresentano le sorprese più importanti alla base dell'imprevisto rincaro degli alloggi. Nondimeno, la progressione complessiva dei prezzi è maggiore di quanto previsto unicamente in base alle nuove informazioni sulle tre determinanti chiave considerate.

... e in tre casi ciò è dovuto ai rialzi dei corsi azionari

Conclusioni

Questo studio ha analizzato in che misura le fluttuazioni dei prezzi degli alloggi in sei economie avanzate – Stati Uniti, Regno Unito, Canada, Irlanda, Paesi Bassi e Australia – possono essere attribuite a oscillazioni del reddito nazionale, dei tassi d'interesse e dei corsi azionari. La principale risultanza empirica è che la favorevole evoluzione economica espressa da queste variabili avrebbe svolto un ruolo importante nei recenti aumenti dei prezzi immobiliari, anche se in alcuni casi tali aumenti sembrano essere stati superiori a quanto giustificato dall'insieme delle variabili chiave considerate. Le prospettive del mercato degli immobili residenziali appaiono più incerte. Secondo le ipotesi alla base del modello qui impiegato, il recente calo delle valutazioni azionarie potrebbe preannunciare una qualche pressione al ribasso sui prezzi degli alloggi, anche se non è possibile stabilirne con precisione l'entità.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (1993): "I prezzi delle attività e la gestione delle situazioni di dissesto finanziario", *63^a Relazione annuale*, Basilea, pagg. 165–93.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002): "L'interazione fra il settore finanziario e l'economia reale", *72^a Relazione annuale*, Basilea, pagg. 130–50.

Borio, C. (1995): "The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison", in *Financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, Banca dei Regolamenti Internazionali (ed.), Basilea, pagg. 59–105.

Case, K.E., J.M. Quigley e R.J. Shiller (2001): "Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market", *NBER Working Paper*, n. 8606.

Greenspan, A. (2002): "Semi-annual policy report to the US Congress", audizione davanti al Comitato sui servizi finanziari presso la Camera dei Rappresentanti degli Stati Uniti, 17 luglio.

Lettau, M. e S. Ludvigson (2002): "Consumption, aggregate wealth and expected stock returns", *Journal of Finance*, vol. 56, pagg. 815–49.

Sims, C.A. (1980): "Macroeconomics and reality", *Econometrica*, vol. 48, pagg. 1–47.

Il modello di autoregressione vettoriale

Lo schema di base per l'analisi del comportamento congiunto di prezzi delle abitazioni, reddito nazionale, tassi d'interesse e corsi azionari adottato in questo saggio è un modello di autoregressione vettoriale (VAR) del tipo di quello proposto da Sims (1980). Tale approccio presenta due vantaggi principali: esso ipotizza che tutte le variabili siano determinate in maniera endogena e che i vincoli posti al loro andamento dinamico non siano troppo restrittivi. Le variabili considerate nel VAR sono il tasso trimestrale di crescita del reddito nazionale reale^①, il tasso d'interesse reale^②, i tassi trimestrali di crescita dei corsi azionari reali^③ e dei prezzi reali delle abitazioni^④. In un VAR senza restrizioni, ogni variabile del sistema viene regredita per un dato numero di lags di se stessa e di ognuna delle altre variabili previste nel modello. Poiché a seconda della dimensione del campione ciò può condurre a un alto numero di parametri stimati, è talvolta utile introdurre lievi restrizioni ai parametri del modello VAR. Nel caso in esame, ciò è stato fatto ipotizzando che il tasso di crescita dei corsi azionari reali non sia prevedibile sulla base delle altre variabili del sistema.

Più in particolare, il modello VAR stimato consta delle seguenti quattro equazioni:

$$1) \quad \Delta y_t = c_1 + \sum_{i=1}^8 \alpha_{1,i} \Delta y_{t-1} + \sum_{i=9}^{16} \alpha_{1,i} r_{t-1} + \sum_{i=17}^{24} \alpha_{1,i} \Delta s_{t-1} + \sum_{i=25}^{32} \alpha_{1,i} \Delta p_{t-1} + u_{1t}$$

$$2) \quad r_t = c_2 + \sum_{i=1}^8 \alpha_{2,i} \Delta y_{t-1} + \sum_{i=9}^{16} \alpha_{2,i} r_{t-1} + \sum_{i=17}^{24} \alpha_{2,i} \Delta s_{t-1} + \sum_{i=25}^{32} \alpha_{2,i} \Delta p_{t-1} + u_{2t}$$

$$3) \quad \Delta s_t = c_3 + u_{3t}$$

$$4) \quad \Delta p_t = c_4 + \sum_{i=1}^8 \alpha_{4,i} \Delta y_{t-1} + \sum_{i=9}^{16} \alpha_{4,i} r_{t-1} + \sum_{i=17}^{24} \alpha_{4,i} \Delta s_{t-1} + \sum_{i=25}^{32} \alpha_{4,i} \Delta p_{t-1} + u_{4t}$$

dove Δy_t è il tasso di crescita del reddito nazionale reale fra il trimestre $t-1$ e t , r_t è il tasso d'interesse reale, Δs_t è il tasso di crescita dei corsi azionari reali, Δp_t quello dei prezzi reali delle abitazioni e u il residuo della forma ridotta del sistema. Nella 3), eccezion fatta per la costante, tutti gli altri coefficienti sono posti uguali a zero. Ciò riflette l'ipotesi secondo cui nell'orizzonte trimestrale i rendimenti azionari non sono prevedibili sulla base delle variabili incluse nel modello.

Con i coefficienti stimati di un modello VAR si può calcolare la risposta dinamica di una variabile endogena a mutamenti o "sorpresa", ossia variazioni imprevedibili, nelle altre variabili. Queste cosiddette "funzioni di risposta d'impulso" sono utili per meglio comprendere le interazioni fra le principali variabili. Nel presente contesto rilevano in maniera particolare le risposte dinamiche dei prezzi degli alloggi alle variazioni dei tassi di crescita del reddito nazionale reale, del livello dei tassi d'interesse reali e del tasso di crescita dei corsi azionari reali.

Le equazioni 1)–4) sono stimate mediante il tradizionale sistema dei minimi quadrati con dati per ogni paese^⑤, e le funzioni di risposta d'impulso sono derivate dai parametri stimati. Tuttavia,

^① Il reddito nazionale è definito dal prodotto nazionale lordo. Per convertire le variabili nominali in quantità reali viene usato l'indice dei prezzi al consumo. ^② Il tasso d'interesse reale a lungo termine è pari al rendimento decennale dei titoli di Stato meno la variazione percentuale dell'indice dei prezzi al consumo registrata nei quattro trimestri precedenti; il tasso reale a breve è dato dal tasso interbancario a tre mesi meno la variazione percentuale dell'indice dei prezzi al consumo registrata nei quattro trimestri precedenti. ^③ Per Australia, Paesi Bassi e Irlanda, i corsi azionari sono dati dagli indici ampi di mercato forniti da Datastream. Per USA, Regno Unito e Canada sono stati usati rispettivamente S&P 500, FTSE 100 e TSE 300. ^④ Si ipotizza che il tasso d'interesse reale sia stazionario; tuttavia, per ottenere la stazionarietà occorre differenziare i logaritmi del reddito nazionale e dei corsi azionari in termini reali. ^⑤ Il periodo campione per USA, Regno Unito e Canada è 2° trim. 1973–1° trim. 2002; per Australia e Irlanda è 2° trim. 1975–1° trim. 2002; per i Paesi Bassi è 2° trim. 1977–1° trim. 2002.

una difficoltà che emerge nell'analizzare le proprietà dinamiche dei sistemi come le equazioni 1)–4) è il rischio di una correlazione contemporanea tra i residui u . Non ha molto senso analizzare le risposte di un sistema a uno shock di un singolo errore del modello in forma ridotta se storicamente quel termine di disturbo ha avuto la tendenza a muoversi in sintonia con un altro errore del modello in forma ridotta. Per questo motivo le funzioni di risposta d'impulso non sono state calcolate sui residui della forma ridotta ma, seguendo Sims (1980), su una loro rappresentazione triangolare:

- 5) $u_{1t} = \varepsilon_{1t}$
- 6) $u_{2t} = \gamma_{2,1}\varepsilon_{1t} + \varepsilon_{2t}$
- 7) $u_{3t} = \gamma_{3,1}\varepsilon_{1t} + \gamma_{3,2}\varepsilon_{2t} + \varepsilon_{3t}$
- 8) $u_{4t} = \gamma_{4,1}\varepsilon_{1t} + \gamma_{4,2}\varepsilon_{2t} + \gamma_{4,3}\varepsilon_{3t} + \varepsilon_{4t}$

dove le ε sono variabili random non correlate tra loro e con varianza uno. Le funzioni di risposta d'impulso sono calcolate per tre shock: un aumento inatteso dell'1% nel reddito nazionale ($\varepsilon_{1t} = 1$), un aumento inatteso di un punto percentuale nei tassi d'interesse reali ($\varepsilon_{2t} = 1$) e un aumento del 10% dei corsi azionari ($\varepsilon_{3t} = 10$).

La sequenza delle variabili ($\Delta y_t, r_t, \Delta s_t, \Delta p_t$) rispecchia possibili influssi concomitanti. Il tasso di crescita del reddito nazionale reale è la prima variabile in sequenza poiché si ipotizza che le variazioni nel tasso di crescita del PNL incidano sulle altre variabili del modello nello stesso trimestre. Il tasso d'interesse reale occupa il secondo posto poiché nello stesso trimestre le sue variazioni sono destinate a influenzare i corsi azionari e i prezzi delle abitazioni, ma non il PNL. I prezzi delle abitazioni sono in ultima posizione poiché viene ipotizzato che le loro variazioni non producono effetti sulle altre variabili nello stesso trimestre.

I risultati empirici dipendono naturalmente dalla forma prescelta del modello, che comprende i criteri presuntivi per l'identificazione incorporati nella sequenza delle variabili. Tuttavia, se si utilizza la triangolarizzazione dei residui della forma ridotta, vi è motivo di ritenere che la sequenza prescelta produca conseguenze solo marginali sui risultati empirici, in quanto per la maggior parte dei paesi la correlazione fra i residui delle equazioni dei corsi azionari e dei tassi d'interesse della forma ridotta è sostanzialmente pari a zero, cosicché i risultati non muterebbero significativamente invertendo l'ordine delle due variabili. Le correlazioni fra l'errore nell'equazione dei prezzi degli alloggi e quello nelle equazioni dei corsi azionari e dei tassi d'interesse della forma ridotta sono parimenti basse, e ciò indica che l'eventuale spostamento della variabile prezzi delle abitazioni in una delle posizioni precedenti non produrrebbe un effetto significativo sui risultati. Non è tuttavia escluso che un modello VAR definito in base ad altre ipotesi conduca a risultati empirici differenti.

La stima di un modello VAR può essere impiegata anche per valutare analiticamente la significatività statistica dei risultati. In particolare, gli intervalli di confidenza per le funzioni di risposta d'impulso possono essere calcolati impiegando esperimenti di Monte-Carlo. Nel caso in esame, ciò è stato effettuato estraendo errori casuali da una distribuzione normale e stimando poi le funzioni di risposta d'impulso dai dati simulati per le quattro variabili del modello. I risultati di questo calcolo indicano che, per ogni paese, la risposta dei prezzi delle abitazioni agli shock sul PNL è diversa da zero a un livello di confidenza del 10%. Peraltro, con poche eccezioni, tale test non conduce a respingere l'ipotesi nulla secondo cui le risposte cumulative stimate agli shock sui tassi d'interesse e sui corsi azionari sarebbero di fatto pari a zero.

L'anomalia del ciclo congiunturale degli immobili commerciali¹

Le forti fluttuazioni cicliche nel settore degli immobili non residenziali sono state tradizionalmente una fonte di gravi difficoltà per le istituzioni finanziarie². Ad esempio, nei primi anni novanta la correzione al ribasso dei prezzi dei fabbricati commerciali aveva comportato per banche e altre istituzioni finanziarie un notevole aumento delle perdite su crediti ed era stata una delle cause principali della recessione economica mondiale. Durante il più recente ciclo congiunturale globale, per contro, l'oscillazione dei prezzi degli immobili commerciali è stata assai meno pronunciata. Mentre negli ultimi cinque anni in diversi paesi è fortemente salito il valore delle abitazioni, quello degli stabili non residenziali è rimasto, con poche eccezioni, ben al disotto del livello raggiunto un decennio fa.

Probabilmente, la mancanza di un ciclo degli immobili commerciali è da attribuire in parte alla rapida crescita della cartolarizzazione dei prestiti ipotecari durante il passato decennio. Anzitutto, i nuovi metodi di finanziamento hanno offerto un'alternativa al tradizionale credito bancario, contribuendo così a livellare i flussi di capitale nel mercato. Inoltre, il diffondersi di mercati degli strumenti immobiliari di capitale e di debito offerti al pubblico ha migliorato la trasparenza delle informazioni, rafforzando forse la disciplina di mercato. Infine, lo sviluppo di tali mercati ha reso possibile una ripartizione del rischio fra un più ampio novero di investitori.

Tuttavia, questi cambiamenti strutturali non comportano in alcun modo il venir meno dei cicli degli immobili commerciali. L'assenza di un boom alla fine degli anni novanta potrebbe essere dovuta in ampia misura al lento assorbimento dell'eccesso di offerta originato dall'alta congiuntura nell'ultima parte del decennio precedente. Inoltre, la più stretta integrazione del mercato immobiliare con quello dei capitali non implica che il settore sia immune da ogni tipo di shock. Di fatto, esso potrebbe addirittura essere esposto a nuove fonti di instabilità.

¹ Si ringrazia Gert Schnabel per l'eccellente assistenza sul piano della ricerca. Le opinioni espresse dall'autore in questo articolo non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

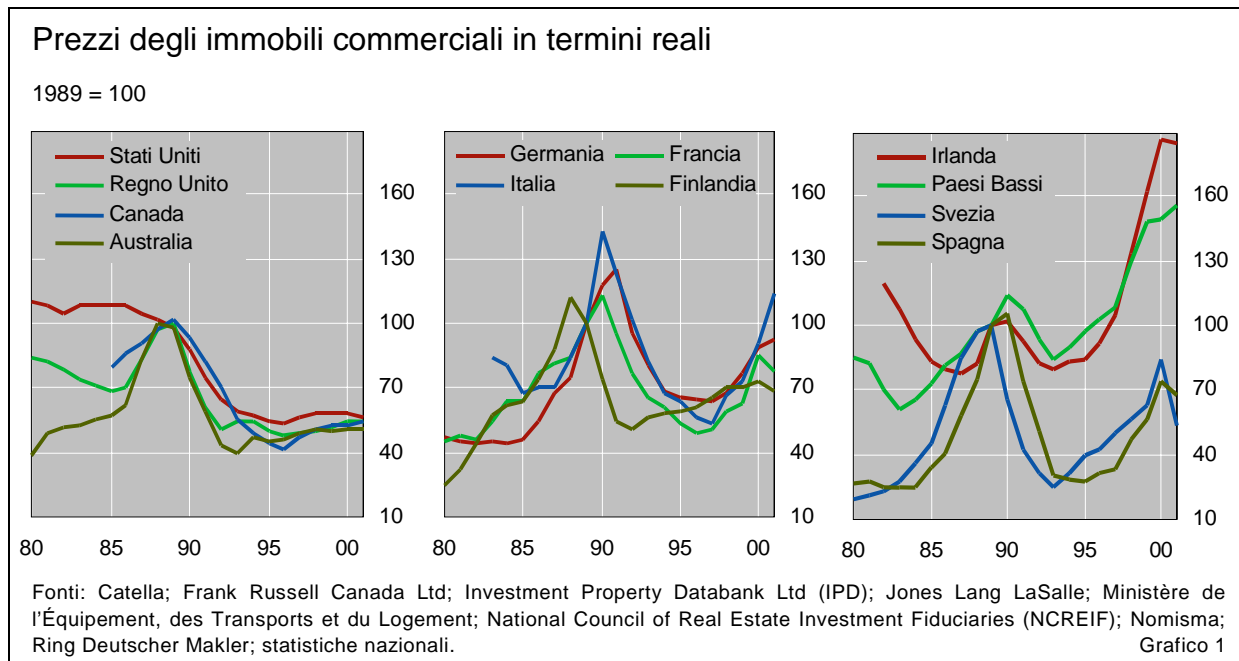
² Hilbers et al. (2001) documentano una serie di episodi degli ultimi due decenni in cui gli squilibri nel settore immobiliare sono stati indici premonitori di crisi bancarie. Anche Borio e Lowe (2002) suggeriscono che una rapida ascesa dei prezzi immobiliari potrebbe preannunciare l'insorgere di squilibri finanziari.

Performance del settore degli immobili commerciali

La fase recessiva dei primi anni novanta

Il settore degli immobili commerciali ha avuto un ruolo preminente nel ciclo congiunturale dei primi anni novanta³. Nella maggior parte dei paesi industriali i prezzi erano saliti costantemente nella seconda metà del decennio precedente in risposta al rapido aumento del reddito reale e alla forte espansione del credito al settore privato (grafico 1). Le aspettative euforiche prevalenti sul mercato avevano fornito un notevole impulso alle nuove costruzioni, e ciò aveva a sua volta contribuito a stimolare l'economia. Quando però l'attività economica ha cominciato a rallentare e la domanda di immobili si è rarefatta, i fabbricati commerciali hanno perso molto del loro valore. Il calo dei prezzi degli immobili ha messo in grave difficoltà diverse istituzioni finanziarie. In particolare, il settore bancario ha sofferto di una generale riduzione della redditività e di un diffuso scadimento della qualità degli impieghi, non soltanto per gli effetti diretti delle crescenti perdite sui prestiti immobiliari, ma anche in seguito al deteriorarsi dei bilanci delle società mutuarie che avevano utilizzato proprietà immobiliari come garanzia⁴. Com'era prevedibile, le banche avevano allora drasticamente compresso il credito immobiliare, esacerbando così il ciclo del settore.

I cicli dei prezzi degli immobili commerciali hanno avuto un ruolo importante nelle crisi finanziarie dei primi anni novanta ...



³ Nel Capitolo VII della 63^a *Relazione annuale BRI* (1993, pagg. 165–93) è descritto in maggior dettaglio l'andamento del settore immobiliare durante questo periodo. Wheaton (1999) fornisce spiegazioni teoriche ed evidenze empiriche della ciclicità dei prezzi degli immobili commerciali negli Stati Uniti.

⁴ Kiyotaki e Moore (1997) propongono uno schema teorico secondo il quale il finanziamento basato su garanzie reali agirebbe da potente meccanismo di trasmissione, per effetto del quale uno shock modesto e transitorio genererebbe fluttuazioni ampie e persistenti dei prezzi delle attività e del prodotto. In uno studio su scala internazionale Borio (1995) fornisce la conferma empirica dell'intenso impiego della proprietà immobiliare come garanzia collaterale.

Il ciclo “boom and bust” degli immobili commerciali a cavallo fra gli anni ottanta e novanta è in parte attribuibile alla liberalizzazione finanziaria degli anni ottanta, specie nei paesi nordici. Con la comparsa di nuove istituzioni finanziarie soggette a regole prudenziali meno stringenti, i mutuatari avevano potuto ottenere ulteriori fondi a costi ridotti sui mercati interni e internazionali, accentuando le spinte al rialzo sui prezzi degli immobili. L'intensa concorrenza fra le istituzioni si era probabilmente tradotta in una sottovalutazione del rischio connesso con tali prestiti, rendendo più vulnerabile il sistema finanziario nel suo complesso.

Andamenti recenti

... mentre sono stati per lo più assenti negli ultimi anni

Durante il ciclo economico più recente i prezzi degli immobili commerciali si sono comportati in modo assai diverso (grafico 1). Nella maggior parte dei paesi industriali le fluttuazioni sono state per lo più modeste, anche laddove i prezzi delle abitazioni hanno raggiunto massimi storici⁵. Di fatto, nella quasi totalità dei paesi anglofoni non vi è stato alcun boom degli immobili commerciali. In termini reali i prezzi sono rimasti relativamente stabili dopo il forte calo subito nella prima metà degli anni novanta. Nella maggioranza dei paesi europei, sebbene i mercati abbiano segnato una netta ripresa a partire dalla metà degli anni novanta, le quotazioni reali degli immobili commerciali sono restate ben al disotto dei livelli raggiunti all'inizio del decennio. Eccezioni di rilievo sono stati l'Irlanda e i Paesi Bassi, dove i prezzi dei fabbricati commerciali sono aumentati rapidamente ai massimi storici negli ultimi anni. In Giappone i corsi immobiliari hanno continuato a calare, gravando ulteriormente sul già fragile settore bancario e sulla debole congiuntura economica.

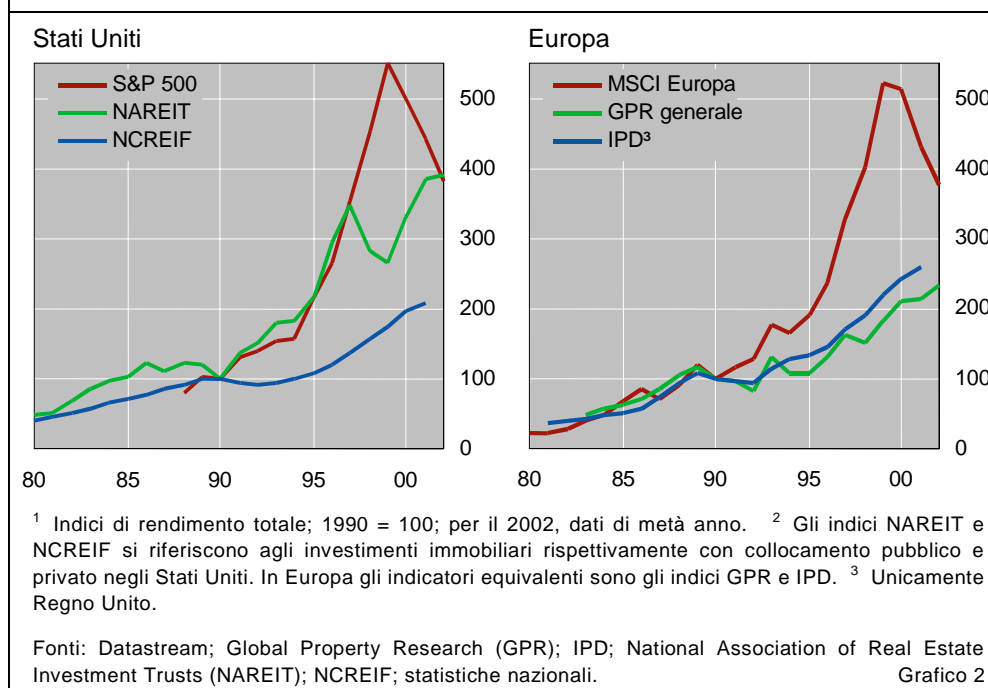
Il settore immobiliare ha registrato una buona performance

Al momento attuale, mentre l'economia mondiale dà segni di debolezza e le istituzioni finanziarie subiscono crescenti perdite sui crediti societari, il settore degli immobili commerciali mostra una buona tenuta e le banche hanno finora dato prova di notevole resilienza nella maggior parte dei paesi. Ciò trova riflesso nel livello storicamente basso delle insolvenze su prestiti immobiliari commerciali. Inoltre, negli anni più recenti il settore immobiliare ha fatto registrare buoni rendimenti, surclassando il mercato azionario in generale (grafico 2) e creando un'interessante opportunità di diversificazione per gli investitori.

I fattori che hanno maggiormente influito sui mercati immobiliari non residenziali provengono dal lato della domanda. Quest'ultima ha subito una certa contrazione in alcuni settori, in particolare quelli tecnologici, dei mezzi d'informazione, delle telecomunicazioni e del turismo. Ciò si pone in netto contrasto con la situazione esistente agli inizi degli anni novanta, allorché i maggiori problemi originavano dall'eccesso di offerta. In prospettiva, può esservi a breve termine un rischio di aumento dei locali inoccupati e delle

⁵ Nella maggior parte dei paesi industriali (eccetto Germania, Giappone e Svizzera) i prezzi delle abitazioni sono fortemente saliti dal 1998. In termini reali essi hanno raggiunto nuovi massimi storici in vari paesi, tra cui Australia, Belgio, Danimarca, Francia, Irlanda, Norvegia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti e Svezia.

Rendimenti degli immobili commerciali e delle azioni^{1, 2}



insolvenze ma, stante il livello modesto delle nuove costruzioni nella maggior parte dei paesi, le condizioni appaiono più favorevoli rispetto a un decennio fa.

Nuove modalità di finanziamento nei mercati degli immobili commerciali

La tenuta mostrata di recente dal settore degli immobili commerciali è in parte dovuta alla relativa moderatezza del rallentamento economico mondiale e ai bassi tassi d'interesse⁶. Tuttavia, essa può essere altresì riconducibile al fatto che in molti paesi è per lo più mancata una fase di boom negli ultimi anni novanta. In retrospettiva, un fattore che potrebbe aver contribuito all'assenza di un ciclo nel settore degli immobili commerciali è la comparsa di modalità innovative di finanziamento nel corso del passato decennio. Allorché nei primi anni novanta si sono fortemente ridotti i capitali reperibili dalle fonti tradizionali, come banche e società di assicurazione, hanno cominciato a svilupparsi forme alternative di finanziamento. Sono in particolare cresciuti a ritmi straordinari, fino ad assumere un ruolo preminente, i fondi collocati direttamente presso il pubblico mediante l'emissione di strumenti negoziabili di debito e di capitale.

Non è facile documentare in modo esauriente il ruolo di tali strumenti nel finanziamento degli immobili commerciali. A seconda della natura delle strutture di intermediazione, le modalità con cui si effettua il loro collocamento possono essere piuttosto complesse e differire notevolmente da un paese all'altro. Nondimeno, è possibile individuare abbastanza bene alcune tendenze generali.

⁶ Per una trattazione in merito, cfr. il Capitolo VII della 72^a Relazione annuale BRI (2002) e Sutton (2002). Inoltre, la crescente integrazione economica e l'avvento dell'euro hanno stimolato gli investimenti immobiliari transfrontalieri e fornito ulteriore sostegno ai mercati immobiliari europei.

Mercati degli strumenti di capitale

I mercati degli strumenti immobiliari di capitale ...

Esistono due forme principali di strumenti di capitale negoziabili nel settore immobiliare: le azioni delle società immobiliari e le quote dei fondi comuni immobiliari (negli Stati Uniti, "real estate investment trusts" – REIT). Per definizione, sia le società che i fondi comuni immobiliari devono ricavare almeno il 75% dei loro proventi lordi dall'attività di investimento (mediante canoni di affitto su fabbricati di proprietà o interessi su prestiti ipotecari) o di promozione immobiliare. I fondi comuni si differenziano però dalle società immobiliari per vari importanti aspetti. Anzitutto, essi sono esentati dalle imposte sugli utili societari, ma devono distribuire almeno il 95% degli utili netti ai detentori delle quote⁷. In secondo luogo, essi si caratterizzano per un grado di leva relativamente modesto (in media il 45% negli Stati Uniti e ancor meno in Australia). Il fatto che i partecipanti rischino denaro proprio li rende meno propensi ad adottare strategie di investimento aggressive in vista di una futura domanda speculativa. In terzo luogo, i fondi sono meno coinvolti in attività di costruzione e di promozione. I loro proventi derivano principalmente da affitti e interessi su prestiti ipotecari, il cui flusso presenta una maggiore stabilità nel corso del ciclo economico. Per contro, talune società immobiliari quotate (specie a Hong Kong SAR e in Giappone) sono conglomerati finanziari che tendono a impegnarsi maggiormente nell'attività di promozione immobiliare o addirittura in altri settori, come le telecomunicazioni e il trasporto marittimo.

... sono cresciuti in modo costante in Europa ...

La crescita dei mercati degli strumenti di capitale immobiliari negoziabili è stata rapida ma non uniforme nei vari paesi (tabella 1). In Europa il mercato ha decollato molto presto sotto forma di società immobiliari quotate. Nel 1990 il volume complessivo delle azioni europee trattate aveva raggiunto \$64 miliardi. La tendenza alla crescita è proseguita nel passato decennio: nel Regno Unito e in Germania, i due principali mercati della regione, il volume delle contrattazioni si è più che raddoppiato dal 1991. Un'eccezione notevole è costituita dalla Francia, dove il mercato si è ridotto di quasi un terzo.

Sviluppo dei mercati degli strumenti di capitale offerti al pubblico ¹									
in miliardi di dollari USA									
	1985	1987	1989	1991	1993	1995	1997	1999	2001
Stati Uniti	7,7	9,7	11,7	13,0	32,2	57,5	140,5	124,3	154,9
Europa ²	17,7	37,2	58,7	60,2	82,2	94,3	107,2	122,5	118,8
Francia	2,9	5,0	16,3	17,0	20,1	19,6	14,5	11,2	11,0
Germania	3,3	8,0	9,6	13,4	24,3	34,2	28,8	44,3	45,4
Regno Unito	7,1	13,6	16,4	14,9	21,2	21,8	40,3	40,6	32,3
Giappone	12,0	40,5	67,5	37,8	32,2	38,9	33,3	27,6	27,2
Australia	–	–	–	–	7,8	12,4	16,6	25,9	22,5
Hong Kong SAR	6,2	7,7	12,4	17,2	44,8	98,6 ³	57,8	49,5	40,8

¹ Per gli Stati Uniti, fondi REIT; per l'Australia, LPT; per gli altri paesi, azioni di società immobiliari quotate; dati di fine anno.
² Comprende tutti i paesi dell'Europa occidentale. ³ Dato del 1996, anno di massima espansione del mercato.

Fonti: GPR; NAREIT; statistiche nazionali. Tabella 1

⁷ Con effetto dal 1° gennaio 2001 negli Stati Uniti il vincolo è stato abbassato al 90%.

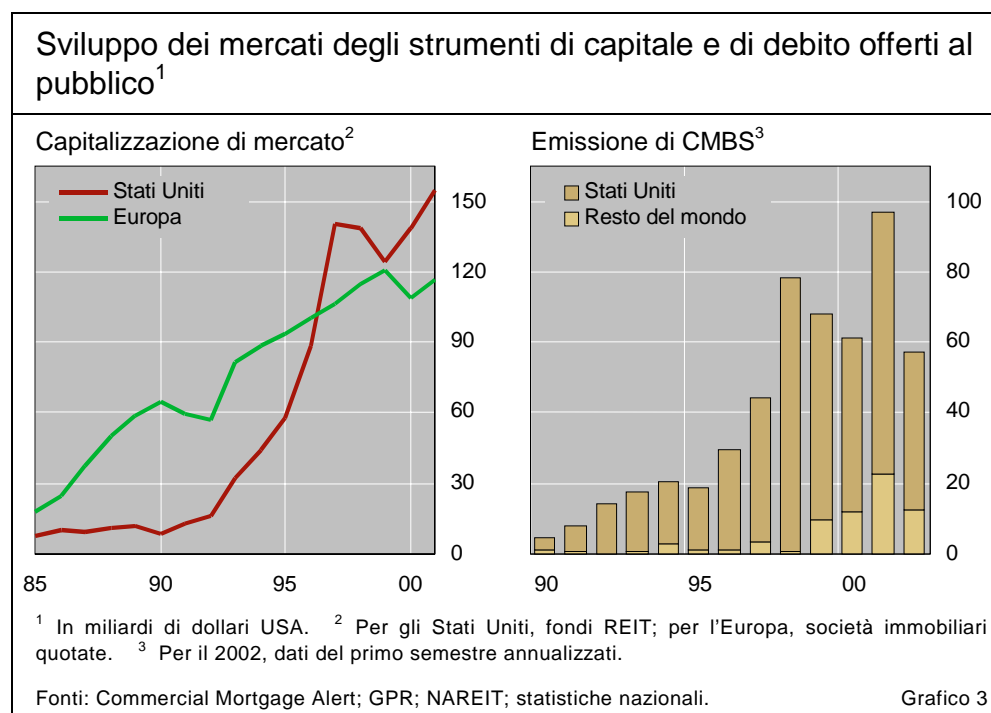
... e rapidamente negli Stati Uniti e in Australia

Negli Stati Uniti e in Australia i fondi comuni hanno avuto un ruolo predominante. Negli USA il mercato è sorto negli anni sessanta con l'introduzione dei REIT, ma il suo sviluppo è stato ben più lento che in Europa fino al 1992. Da allora il mercato dei REIT è cresciuto molto rapidamente, superando nel 1997 quello europeo e raggiungendo attualmente una capitalizzazione di oltre \$150 miliardi (grafico 3). Nel settembre 2001 i REIT hanno sopravanzato i fondi pensione, divenendo i più importanti investitori istituzionali sul mercato degli strumenti di capitale immobiliari, con una quota di mercato di quasi il 40% su un totale di circa \$373 miliardi. In Australia la rapida crescita dei "listed property trusts" (LPT) nel corso degli ultimi 12 anni ha fatto salire la loro capitalizzazione di mercato a AUD44 miliardi, pari a circa un terzo del patrimonio immobiliare commerciale del paese.

Le eccezioni di rilievo alla tendenza espansiva del mercato degli strumenti di capitale immobiliari sono costituite da Giappone e Hong Kong SAR. In Giappone la capitalizzazione delle società immobiliari quotate è calata di circa il 60% negli ultimi 12 anni; lo scoppio della bolla speculativa nel settore degli immobili non residenziali continua a gravare sul sistema bancario e a condizionare negativamente l'economia. A Hong Kong il mercato aveva subito un sensibile regresso durante la crisi asiatica e da allora è rimasto stagnante.

Mercati degli strumenti di debito

Il cambiamento più rilevante nel mercato dei prestiti immobiliari non residenziali è stata la rapida espansione degli strumenti negoziabili, principalmente sotto forma di titoli garantiti da ipoteca su immobili commerciali ("commercial mortgage-backed securities" – CMBS). Questo strumento innovativo prevede il trasferimento ai detentori degli interessi incassati su un



pool di mutui ipotecari su fabbricati commerciali e può essere negoziato sul mercato. Esso è apparso inizialmente negli Stati Uniti, come interessante complemento dei titoli emessi a fronte di ipoteche residenziali, ma ha acquistato rilevanza solo nei primi anni novanta. Da allora, il mercato dei CMBS non solo ha continuato a svilupparsi negli Stati Uniti, ma è cresciuto a ritmo sempre maggiore anche in Europa.

L'emissione di CMBS è iniziata negli Stati Uniti ...

Il rapido aumento delle emissioni di CMBS negli Stati Uniti durante la prima metà degli anni novanta è dovuto in gran parte agli interventi della Resolution Trust Corporation per risolvere la pesante situazione debitoria delle casse di risparmio. Da queste misure temporanee volte a stralciare crediti in sofferenza dai bilanci delle istituzioni in crisi si è quindi sviluppato un nuovo canale per l'utilizzo del mercato dei capitali nel finanziamento e nella gestione del portafoglio prestiti. La struttura dei CMBS ha eliminato vari ostacoli che si frapponavano all'acquisto di passività ipotecarie a lungo termine da parte degli investitori istituzionali. In particolare, essa ha ridotto l'incertezza dei flussi monetari creando un pool formato da un gran numero di singoli mutui ipotecari commerciali, migliorato la liquidità dell'investimento grazie alla presenza di un attivo mercato secondario e reso più flessibile la gestione delle esposizioni verso il settore degli immobili commerciali. Nel settembre 2001 i CMBS rappresentavano il 14,8% del volume totale dei prestiti ipotecari commerciali negli Stati Uniti (pari a \$1 680 miliardi), una quota di mercato superiore a quella delle società di assicurazione e seconda soltanto a quella delle banche commerciali.

... diffondendosi poi in Europa

Nel resto del mondo il mercato dei CMBS è rimasto sostanzialmente inattivo fino alla metà degli anni novanta. Esso ha quindi iniziato a svilupparsi, stimolato sia dall'esigenza delle banche di alleggerire i requisiti patrimoniali, sia dalla domanda di investimenti immobiliari transfrontalieri conseguente alla sempre più capillare integrazione economica. Nel 2001 le emissioni in Europa hanno raggiunto il livello record di \$18,7 miliardi. L'espansione più rapida si è avuta nel Regno Unito e in Italia, dove il mercato è cresciuto rispettivamente del 60 e del 280%, portandosi a \$8,2 e 7,3 miliardi.

Nell'area dell'euro, dopo l'introduzione della moneta unica la cartolarizzazione dei crediti ipotecari si è diffusa altresì sotto forma di strumenti di tipo "Pfandbriefe" (obbligazioni ipotecarie)⁸. Attualmente tali strumenti, la cui consistenza in essere è di circa €562 miliardi, finanziano pressoché il 19% dei prestiti ipotecari in Europa⁹. Germania e Danimarca hanno una posizione predominante in questo segmento, con quote di mercato rispettivamente del 43 e del 29%.

⁸ Tali obbligazioni sono basate su prestiti ipotecari di primo grado. Esse differiscono dagli MBS in quanto i crediti restano nel bilancio dell'emittente. Mastroeni (2001) documenta il recente sviluppo degli strumenti di tipo "Pfandbriefe" nell'area dell'euro e in molti paesi dell'Europa orientale.

⁹ Tali cifre vanno interpretate con cautela poiché comprendono i titoli emessi a fronte di prestiti su immobili sia residenziali che commerciali. Il mercato equivalente negli Stati Uniti, ossia il mercato degli MBS, presentava nel 2001 un ammontare in essere di \$2,8 trilioni.

Impatto delle nuove fonti di finanziamento

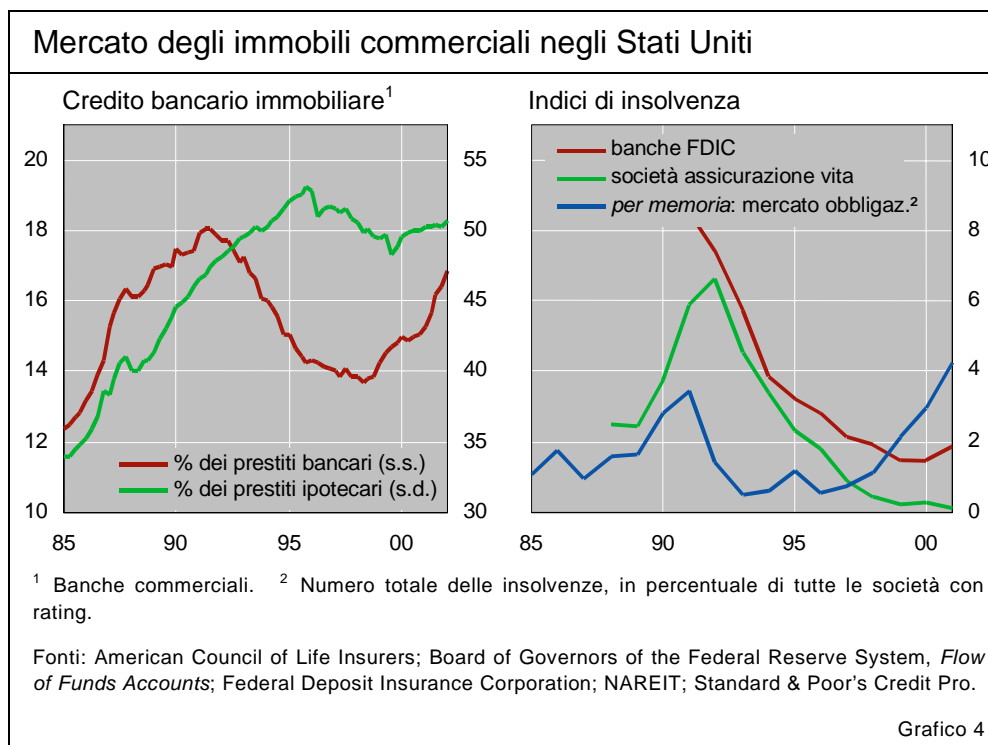
La rapida diffusione degli strumenti di finanziamento negoziabili può aver contribuito ad attenuare il ciclo degli immobili commerciali in almeno tre modi. Primo, la disponibilità di nuovi canali di provvista ha presumibilmente reso più stabili i flussi di finanziamento. Secondo, essa ha rafforzato la disciplina di mercato, non da ultimo migliorando la trasparenza delle informazioni. Infine, ha permesso una migliore allocazione del rischio, riducendo in particolare la sua concentrazione presso intermediari ad alto grado di leva finanziaria.

I mercati degli strumenti immobiliari negoziabili hanno in parte rimpiazzato il credito bancario, riducendo così il ruolo degli intermediari tradizionali. Vi sono indicazioni secondo cui l'accesso a un maggior numero di fonti di finanziamento avrebbe contribuito a livellare il flusso di capitali nel mercato immobiliare. Nei primi anni novanta i mercati dei fondi comuni e dei titoli garantiti da prestiti ipotecari sono emersi nel momento in cui erano in forte calo i prestiti ipotecari convenzionali e le istituzioni creditizie si trovavano nella necessità di ristrutturare i propri bilanci. Per converso dopo il 1999, allorché il ritmo di crescita dei mercati degli strumenti negoziabili è nettamente rallentato, si è osservata una ripresa delle fonti tradizionali di finanziamento. I fondi pensione e gli investitori privati hanno accresciuto le proprie acquisizioni nette di attività immobiliari, e i crediti delle banche commerciali sono costantemente aumentati (grafico 4).

L'espansione dei mercati degli strumenti negoziabili ha inoltre migliorato la trasparenza delle informazioni. Le quotazioni rispecchiano prontamente le preferenze e i timori degli operatori. Inoltre, la domanda di informazioni da parte degli investitori e le prescrizioni legislative in materia di informativa cui

La cartolarizzazione nel settore immobiliare offre nuovi canali di finanziamento ...

... migliora la trasparenza delle informazioni ...



sono soggetti i mercati dei prodotti offerti al pubblico hanno stimolato la creazione di un'infrastruttura per la rapida diffusione di dati sull'andamento del settore immobiliare e dei prestiti connessi. Man mano che la performance degli investimenti ha destato crescente attenzione da parte di analisti, investitori, consulenti e agenzie di rating, le informazioni sono divenute più abbondanti, dettagliate e tempestive.

... rafforza la disciplina di mercato ...

Questi fattori hanno concorso a rafforzare la disciplina di mercato. In particolare, la disponibilità di migliori informazioni concernenti non soltanto le condizioni del mercato immobiliare, ma anche le tendenze più di fondo del settore, ha notevolmente accresciuto la capacità di individuare eventuali squilibri. Ne è un esempio l'andamento del comparto dei REIT statunitensi nel 1997-99. In quel periodo è aumentata l'attività di costruzione ed è leggermente salita l'incidenza dei locali inoccupati. Il mercato dei REIT ha prontamente reagito al calo dei rendimenti. La perdita di valore delle quote ha spinto i fondi a ridimensionare le proprie strategie di investimento, contribuendo così a impedire l'accumularsi di squilibri.

... e accresce la resilienza delle istituzioni finanziarie

Infine, lo sviluppo dei mercati degli strumenti negoziabili ha permesso una migliore allocazione dei rischi presso i vari soggetti economici. Con la crescita dei fondi comuni a basso indice di leva la struttura proprietaria del mercato potrebbe essere divenuta più resistente agli shock. Inoltre, la cartolarizzazione dei mutui ipotecari commerciali fornisce alle banche e alle altre istituzioni finanziarie un utile strumento per la gestione degli impieghi collegati alla proprietà immobiliare. Ad esempio, si può ritenere che i CMBS siano ormai liquidi quanto le obbligazioni societarie. Un'intensa attività di emissione e di contrattazione sul mercato secondario degli strumenti immobiliari di capitale e di debito consente agli operatori di gestire più efficacemente il rischio e la struttura attivo/passivo. Le pressioni connesse con un calo dei prezzi immobiliari possono così distribuirsi, attraverso i mercati dei capitali, su un più ampio novero di investitori, anziché concentrarsi sul sistema bancario. Di conseguenza, potrebbe essersi ridotta l'esposizione potenziale delle istituzioni ad alto indice di leva nei confronti del mercato degli immobili commerciali. Ciò, a sua volta, dovrebbe rendere meno probabile l'insorgenza di crisi finanziarie.

Sono finiti i cicli degli immobili commerciali?

I cicli esistono ancora poiché ...

In prospettiva, per il tramite dei canali suddetti, lo sviluppo dei mercati degli strumenti negoziabili di capitale e di debito dovrebbe ulteriormente esercitare un effetto stabilizzante sui prezzi degli immobili commerciali. Sarebbe tuttavia inopportuno concludere che i cicli in questo settore siano scomparsi. Vi è il rischio che sia sopravvalutato il ruolo svolto da tali mercati nel moderare le fluttuazioni durante gli anni novanta. Vari meccanismi in grado di innescare o amplificare i cicli del settore immobiliare sono tuttora presenti e continuano a svolgere una funzione importante. E la più stretta integrazione di tale settore con i mercati dei capitali non significa necessariamente che esso sarà immune da shock. In effetti, il mercato degli immobili commerciali potrebbe essere esposto a nuove fonti di volatilità anche in presenza di grandezze economiche fondamentali soddisfacenti.

In primo luogo, l'assenza di un ciclo degli immobili commerciali negli ultimi anni novanta è probabilmente dovuta in ampia misura alla situazione ereditata dal ciclo precedente. Sono occorsi anni per assorbire l'eccesso di offerta, e il ricordo di questa penosa esperienza può aver indotto gli operatori a migliorare la gestione del rischio in questo settore. Durante gli anni recenti, nella maggior parte dei paesi l'incidenza delle costruzioni non residenziali sul prodotto nazionale è rimasta inferiore al livello del 1990 (grafico 5). E la flessione dell'attività di costruzione è risultata più marcata nei paesi che avevano visto calare fortemente i prezzi immobiliari nei primi anni novanta, come Australia, Canada, Finlandia, Francia e Italia. L'unica eccezione è costituita dall'Irlanda, dove le nuove costruzioni sono cresciute considerevolmente a partire dal 1995, in parallelo con la brusca ascesa dei prezzi.

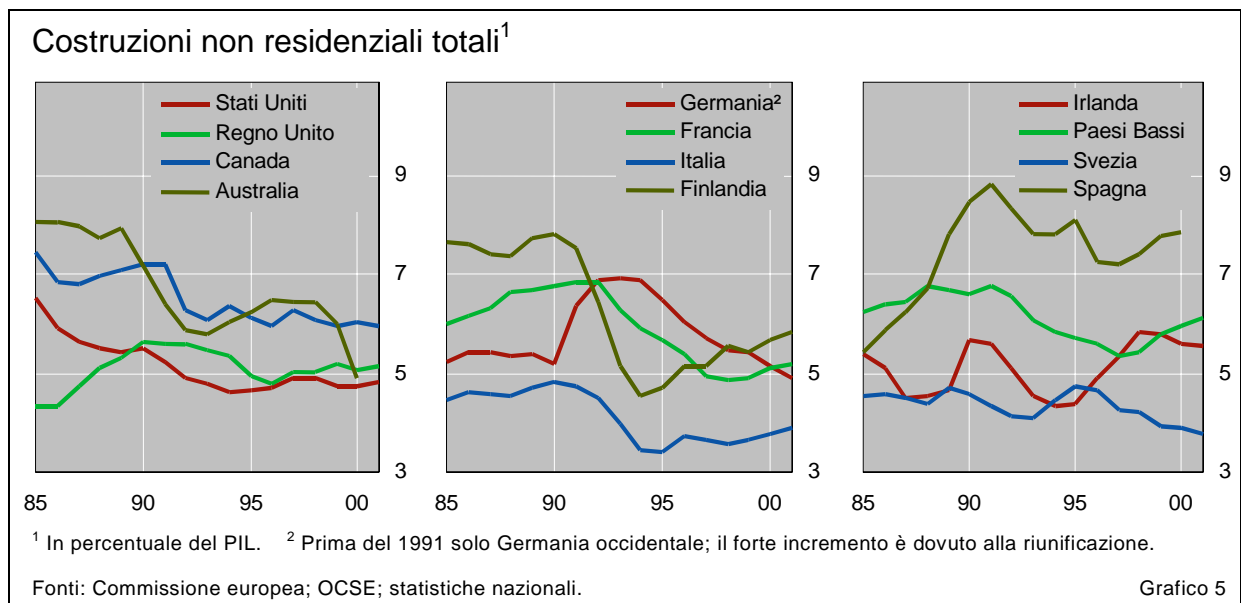
... il lento assorbimento della capacità eccedente ha inciso fortemente sull'evoluzione attuale ...

In secondo luogo, il settore degli immobili è soggetto a rigidità intrinseche dal lato dell'offerta dovute ai tempi di costruzione. I promotori immobiliari tendono ad accrescere l'offerta allorché i prezzi salgono. Tuttavia, poiché le nuove costruzioni richiedono talvolta anni per essere portate a termine, nel frattempo la domanda può calare, e con essa i prezzi. Il fatto che l'offerta si adegui con lentezza al variare della domanda è un fattore di inefficienza che può accentuare i cicli.

... persistono sfasamenti nell'attività di costruzione e lacune informative ...

In terzo luogo, il sistema bancario e il settore degli immobili commerciali continuano a essere strettamente collegati. Nonostante la rapida crescita degli strumenti negoziabili di capitale e di debito, il credito bancario rappresenta tuttora la più importante fonte di finanziamento per il mercato degli immobili commerciali. Così come in passato, un'ascesa dei prezzi può migliorare i bilanci delle banche e incoraggiare l'erogazione di nuovi prestiti al settore immobiliare. Per contro, una perdita di valore dei fabbricati commerciali rischia anche oggi di mettere in difficoltà gli istituti di credito. La resilienza del settore bancario e delle altre istituzioni finanziarie di fronte a un calo dei prezzi non è ancora stata messa alla prova nel nuovo contesto.

... l'esposizione immobiliare delle banche rimane importante ...



... i mercati dei capitali non sono immuni da shock ...

In quarto luogo, anche i mercati dei capitali sono vulnerabili. Il vantaggio in termini di liquidità arrecato dalla cartolarizzazione è un'arma a doppio taglio. Se è vero che i prenditori dispongono di un accesso più rapido e allargato al finanziamento, è altrettanto vero che gli investitori possono dirottare rapidamente i propri fondi verso altri mercati. In particolare, le oscillazioni del mercato azionario durante gli ultimi anni illustrano bene come l'offerta di capitale possa risentire del mutevole clima di fiducia. In un periodo di boom le aspettative euforiche e l'illusione di liquidità possono spingere gli operatori ad abbassare gli standard di qualità richiesti. Al contrario, un mercato al ribasso può causare massicci disinvestimenti e aspettative pessimistiche che deprimono ulteriormente i prezzi. In effetti, una siffatta spirale negativa dei prezzi delle attività è stata osservata negli anni recenti in Giappone e a Hong Kong SAR.

... e possono sorgere nuovi fattori di instabilità

Infine, la maggiore integrazione con il mercato dei capitali espone il settore degli immobili commerciali a nuove fonti di instabilità, che possono limitare i flussi di capitale anche quando la situazione del settore è di per sé buona. Turbative di mercato come la moratoria sul debito russo e il collasso di Long-Term Capital Management nel 1998 avevano fatto salire di ben 100 punti base lo spread sui CMBS, prosciugando la liquidità di questo segmento nel giro di pochissimo tempo. Un altro esempio è stato il fallimento di Criimi Mae, un fondo comune ipotecario, nell'autunno dello stesso anno. Dato che tale fondo era allora il maggiore acquirente di tranches subordinate di CMBS, il suo dissesto aveva creato una carenza di domanda che deve ancora essere colmata in parte. La limitata capacità di assorbimento delle tranches ad alto rischio rappresenta uno dei maggiori ostacoli all'ulteriore espansione del mercato dei CMBS.

Conclusioni

Lo sviluppo dei mercati degli strumenti negoziabili di debito e di capitale del settore immobiliare ha accresciuto l'integrazione fra quest'ultimo e i mercati finanziari. In una prospettiva di lungo periodo, è possibile che un calo dei prezzi immobiliari comporti meno difficoltà per il sistema bancario, in quanto il rischio risulta ripartito fra un più ampio novero di investitori. Parimenti, potrebbe essere divenuta più improbabile un'amplificazione delle fluttuazioni dei prezzi degli immobili non residenziali dovuta a cicli di finanziamento coincidenti. Sarebbe tuttavia inopportuno concludere che la ciclicità nel settore degli immobili commerciali sia scomparsa. Come mostra l'esperienza del passato, i mercati dei capitali sono esposti a shock al pari delle banche, e ciò potrebbe addirittura generare nuove fonti di instabilità per il mercato immobiliare.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (1993): "I prezzi delle attività e la gestione delle situazioni di dissesto finanziario", *63ª Relazione annuale*, Basilea, pagg. 165–93.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002): "L'interazione fra il settore finanziario e l'economia reale", *72ª Relazione annuale*, Basilea, pagg. 130–50.

Borio, C. (1995): "The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison", in *Financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, Banca dei Regolamenti Internazionali (ed.), Basilea, pagg. 59–105.

Borio, C. e P. Lowe (2002): "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", presentato a Chicago in occasione della "2002 Asset Price Bubbles Conference", *BIS Working Papers*, n. 114, luglio.

Hilbers, P., Q. Lei e L. Zacho (2001): "Real estate market developments and financial sector soundness", *IMF Working Paper*, WP/01/129.

Kiyotaki, N. e J. Moore (1997): "Credit cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105, n. 2, pagg. 211–48.

Mastroeni, O. (2001): "Pfandbrief-style products in Europe", in *BIS Papers*, n. 5, pagg. 44–66.

Sutton, G. (2002): "Possibili spiegazioni dei movimenti nei prezzi delle abitazioni", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

Wheaton, W. (1999): "Real estate 'cycles': some fundamentals", *Real Estate Economics*, vol. 27, pagg. 209–30.

L'aumento della liquidità in valuta estera delle banche in Cina¹

Nel periodo 1999–2001 il sistema bancario cinese ha beneficiato di un'eccedenza netta di valuta estera pari a \$75 miliardi, dovuta in larga parte alla crescita dei depositi in dollari e, per il resto, alla contrazione dei prestiti nella stessa moneta. L'analisi del fenomeno chiarisce taluni aspetti di questa importante fonte di finanziamento del disavanzo corrente degli Stati Uniti negli ultimi anni.

Il presente studio monografico esamina le determinanti della domanda di depositi in valuta estera presso le banche cinesi. Da esso emerge che quasi la

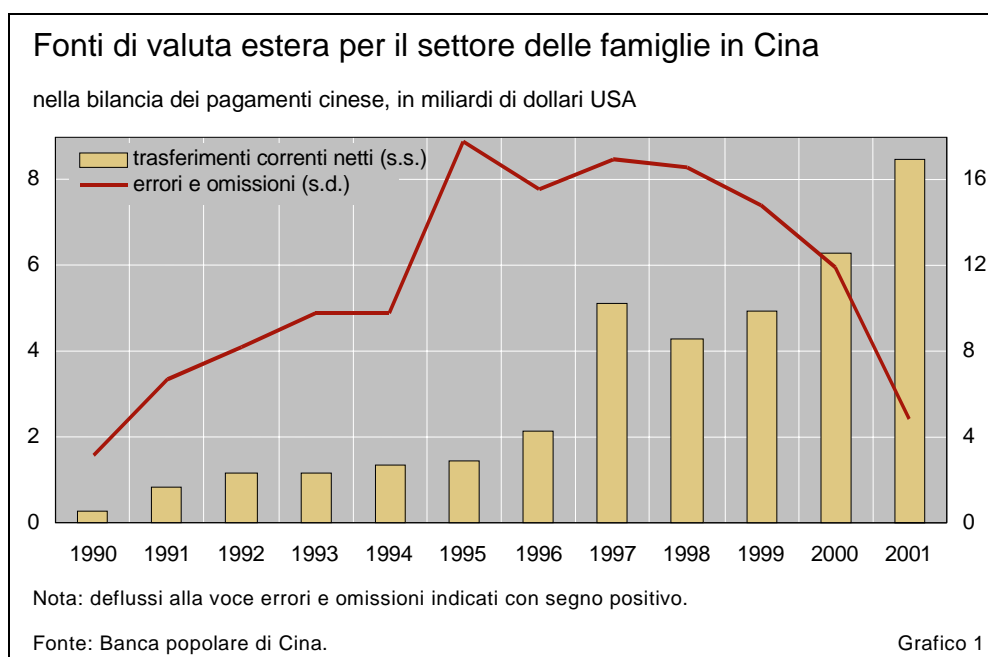
Depositi bancari in valuta estera di residenti non bancari cinesi					
dati di fine periodo, in miliardi di dollari USA					
	1992	1995	1997	2000	2001
Totale	60,7	69,7	83,5	145,6	154,5
Sull'interno	57,9	66,7 ¹	79,7 ¹	134,8	142,6
Presso banche nazionali	56,1	63,6 ¹	75,2 ¹	128,3	134,9
Privati	9,4	15,9 ¹	29,2 ¹	73,0	81,6
Imprese	26,7	29,3 ¹	33,7 ¹	46,0	45,3
Altri	20,1	18,4 ¹	12,3 ¹	9,3	8,0
Presso banche estere ²	1,8	3,1	4,5	6,5	7,8
Sull'estero ³	2,8	2,9	3,8	10,9	11,9
<i>Per memoria:</i>					
<i>presso banche nazionali in percentuale dei depositi totali in renminbi</i>	12,3	8,7	6,9	8,6	7,8
<i>Riserve in valuta estera</i>	19,4	73,6	140,0	165,6	212,2

¹ Depositi in dollari stimati utilizzando dati bancari tratti da *Almanac of China's Banking and Finance*. ² I depositi presso le banche estere operanti in Cina sono stimati assumendo che tutti i depositi di queste istituzioni siano in valuta estera. ³ Depositi di residenti non bancari cinesi presso le banche dichiaranti alla BRI.

Fonti: Banca popolare di Cina; *Almanac of China's Banking and Finance*; stime degli autori; BRI.

Tabella 1

¹ Le opinioni espresse dagli autori in questo saggio non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.



metà della loro variazione è attribuibile congiuntamente ai differenziali di interesse, alle aspettative di cambio e all'effetto una tantum della parziale liberalizzazione del mercato azionario cinese. Viene inoltre analizzata la recente tendenza calante dei prestiti in dollari erogati dalle banche situate in Cina e il suo contributo al rafforzamento della posizione di liquidità in valuta estera del sistema bancario.

Crescita dei depositi in valuta dei residenti non bancari cinesi

Negli ultimi anni i depositi in valuta estera dei residenti non bancari cinesi hanno fatto registrare una rapidissima crescita, che ha rivaleggiato con quella, più che cospicua, delle riserve valutarie ufficiali (tabella 1). Tali depositi sono stati costituiti principalmente presso le banche di nazionalità cinese situate nel territorio continentale, ma anche presso quelle in centri offshore (fra cui le affiliate di banche cinesi a Hong Kong SAR e altrove), nonché presso banche estere operanti nella Cina stessa, che fino ad epoca recente potevano offrire i propri servizi solo a clienti stranieri. La componente più dinamica sono stati i depositi di privati.

È difficile individuare la provenienza di tutti i depositi. Una delle fonti è costituita dalle rimesse di cinesi residenti all'estero, che trovano riflesso nei trasferimenti correnti netti per oltre \$8 miliardi registrati nel 2001 (grafico 1). Grazie all'allentamento delle restrizioni poste all'espatrio per turismo, lo scorso anno risultano essersi recati all'estero 12 milioni di cinesi, ciascuno dei quali poteva convertire renminbi in valuta estera per il controvalore di \$2 000. Le lacune nei controlli valutarie possono in parte spiegare i consistenti deflussi che comporta la voce errori e omissioni della bilancia dei pagamenti cinese, alimentando i depositi in valuta estera. Inoltre, i tassi d'interesse relativamente

I depositi in dollari possono originare da varie fonti

attraenti sui depositi interni in dollari hanno agito nel senso di contenere quella che avrebbe altrimenti potuto essere una fuga di capitali².

Spiegazioni

Quattro possibili ragioni della crescita dei depositi valutari

Sulla falsariga dell'analisi dei depositi in valuta estera dei residenti di Taiwan, Cina (Fung e McCauley, 2001), vengono considerati quattro fattori per spiegare la variazione mensile dei depositi valutari presso le banche cinesi situate nel territorio continentale. In sintesi, risultano non accettabili come spiegazioni il rischio paese e il rischio di credito, mentre mostrano di svolgere un ruolo importante i differenziali di tasso d'interesse e le aspettative di cambio. Inoltre, la liberalizzazione del cosiddetto mercato azionario B, in precedenza riservato agli investitori non residenti, spiega il calo dei depositi osservato nel primo trimestre 2001. Questi risultati concordano in modo rimarchevole con quelli di precedenti lavori su Cina (Ma, 1999) e Taiwan (Fung e McCauley, 2001).

Rischio paese

Il rischio paese è escluso ...

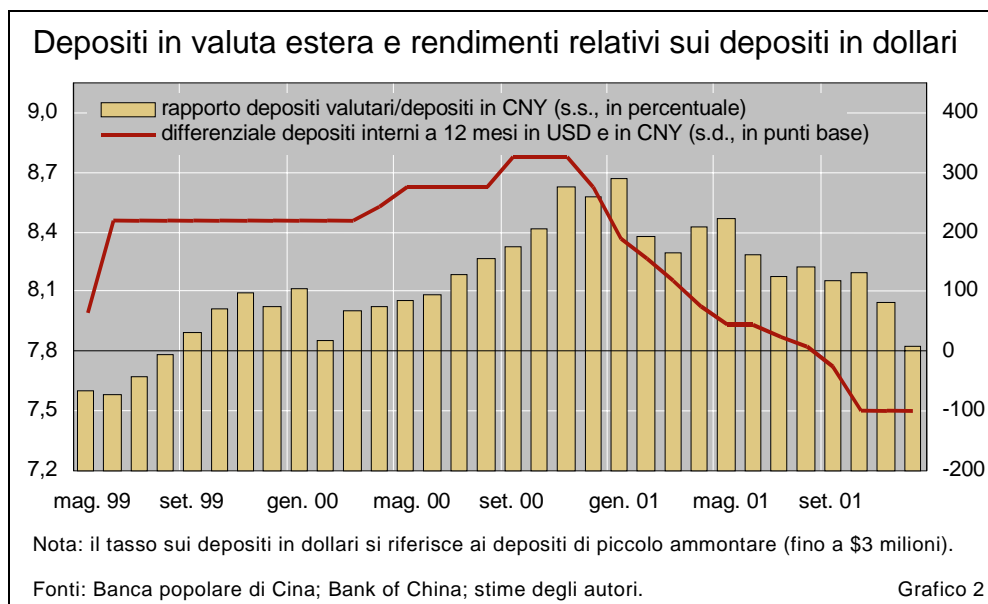
Se i depositanti cinesi acquisissero dollari per evitare il rischio paese, essi tenderebbero logicamente a collocarli all'estero, sottraendoli così al controllo delle autorità nazionali. Tuttavia, i dati disponibili non indicano una preferenza per i depositi esteri rispetto a quelli interni. Anche se i primi sono cresciuti a un ritmo leggermente superiore (tabella 1), i depositi valutari totali continuano a essere collocati per oltre il 90% presso banche operanti nel territorio continentale, e sottostanno quindi alla legislazione e alla regolamentazione cinese. Di conseguenza, il rischio paese non può essere una determinante significativa della crescita dei depositi in valuta estera.

Rischio di credito

... così come il rischio di credito

Dato il perdurante dibattito sull'elevato livello delle sofferenze nei bilanci delle banche cinesi, sarebbe stato plausibile che i depositanti reagissero al maggiore rischio potenziale investendo le proprie disponibilità presso le banche estere con migliore rating sotto forma di depositi valutari. Anche se le condizioni per l'ingresso della Cina nell'Organizzazione Mondiale per il Commercio (OMC) prevedono che le banche estere siano abilitate a ricevere depositi dalle famiglie in Cina, tali istituzioni non hanno finora generalmente beneficiato di questa facoltà, cosicché i loro depositi rimangono modesti. Di fatto, la reattività al rischio di credito dei depositanti cinesi resta ancora da verificare appieno. Questo fattore non è pertanto in grado di spiegare l'aumento dei depositi in valuta estera dei residenti non bancari in Cina.

² Cfr. McCauley e Mo (2000).



Differenziali di tasso d'interesse

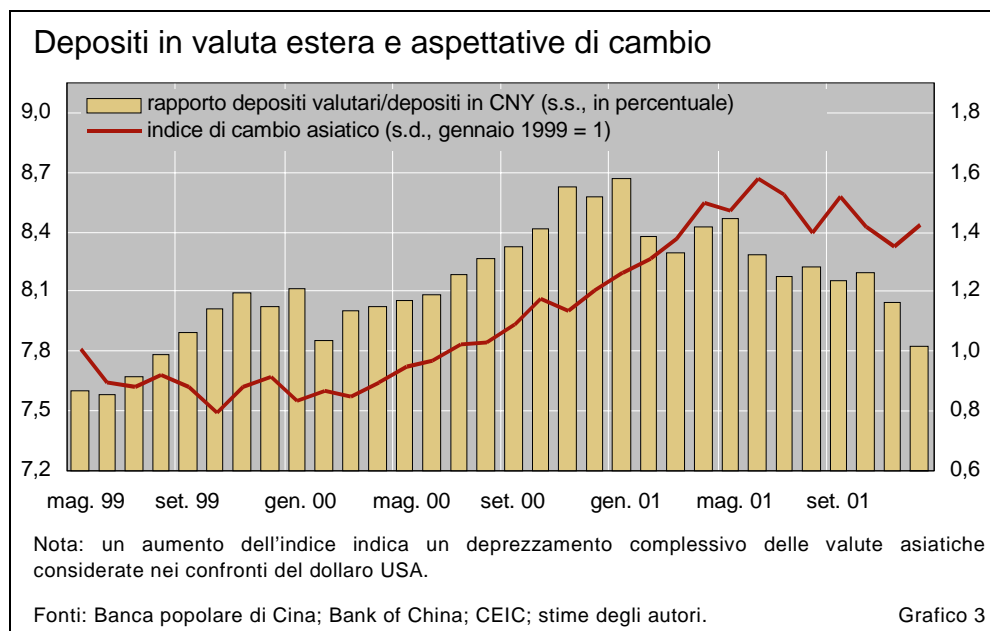
I depositanti cinesi potrebbero modificare l'incidenza relativa dei depositi in valuta estera e in moneta nazionale in risposta all'andamento dei differenziali di interesse. Poiché secondo le indicazioni disponibili quasi il 95% dei depositi valutari è in dollari USA, l'analisi si incentra sul differenziale di rendimento fra i depositi interni in dollari a 12 mesi e quelli in renminbi. Fra la metà del 1999 e la fine del 2000 tale differenziale si è ampliato fino a 300 punti base in favore dei depositi in dollari, e ciò potrebbe aver stimolato la crescita di questi ultimi a scapito delle disponibilità in moneta nazionale (grafico 2). Nel 2001, in seguito all'allentamento monetario attuato dalla Federal Reserve, la situazione si è capovolta, e il differenziale di tasso fra dollaro e renminbi ha decisamente favorito i depositi in quest'ultima valuta. I depositanti cinesi hanno mostrato di reagire a tale circostanza riducendo la quota relativa dei depositi in dollari.

I differenziali di interesse potrebbero influenzare la composizione valutaria dei depositi

Aspettative di cambio

Parallelamente, il rendimento atteso complessivo sui depositi in valuta estera aumenterebbe in previsione di un deprezzamento del renminbi, e ciò dovrebbe incoraggiare la detenzione di tali depositi. Data la stabilità della moneta cinese nei confronti del dollaro, può sembrare fuori luogo parlare di aspettative di questo genere. Tuttavia, allorché le monete dei paesi limitrofi si sono indebolite rispetto al dollaro, si è dibattuto sulla conseguente perdita di competitività dell'economia cinese e sulla possibilità di una risposta del tasso di cambio. Pertanto, è stato assunto come proxy delle aspettative di cambio (o meglio, dei timori, giacché le aspettative non si sono mai materializzate nel periodo campione) un indice ponderato per l'interscambio delle principali valute fluttuanti dell'Est asiatico (cfr. nota nel riquadro a pag. 78). Ci si potrebbe attendere che in presenza di un deprezzamento delle valute dei paesi

Le aspettative di cambio paiono aver influito sulla decisione di detenere depositi in dollari

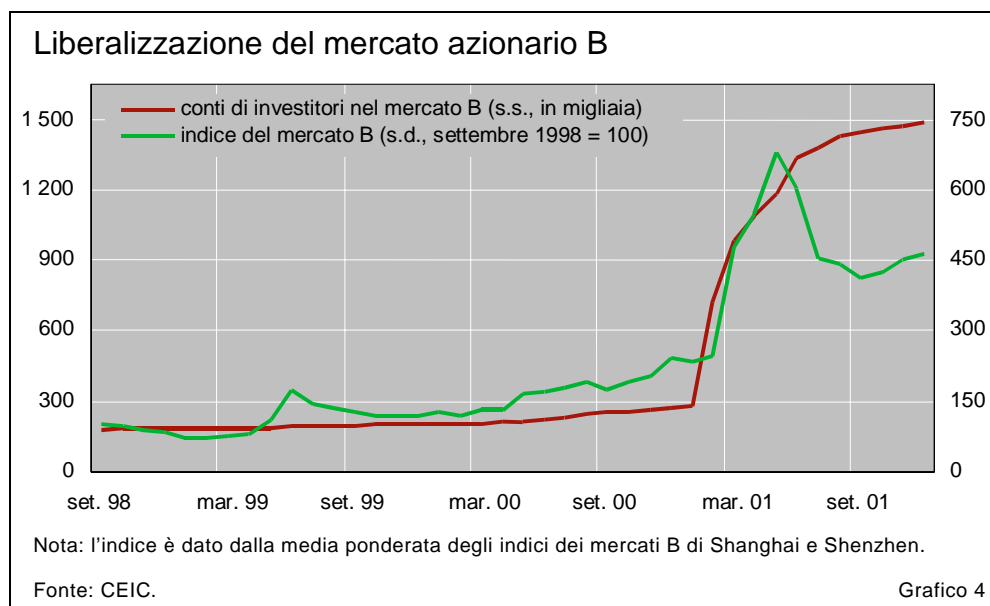


dell'area i depositanti cinesi incrementino i propri depositi in valuta estera. L'indice suddetto si è indebolito rispetto al dollaro da metà 1999 a fine 2000, per poi stabilizzarsi nel corso del 2001 (grafico 3). In linea con la nostra ipotesi, i depositanti cinesi paiono effettivamente avere aggiustato la composizione valutaria dei propri depositi bancari.

Liberalizzazione del mercato azionario B

Nel febbraio 2001 il governo cinese ha annunciato che avrebbe permesso ai residenti cinesi di investire le loro disponibilità valutarie nel mercato azionario B, dove le contrattazioni si svolgono in valuta estera. Prima dell'annuncio il mercato aveva una capitalizzazione di meno di \$8 miliardi (pari al 10% dei

Effetto una tantum della parziale liberalizzazione dei mercati azionari



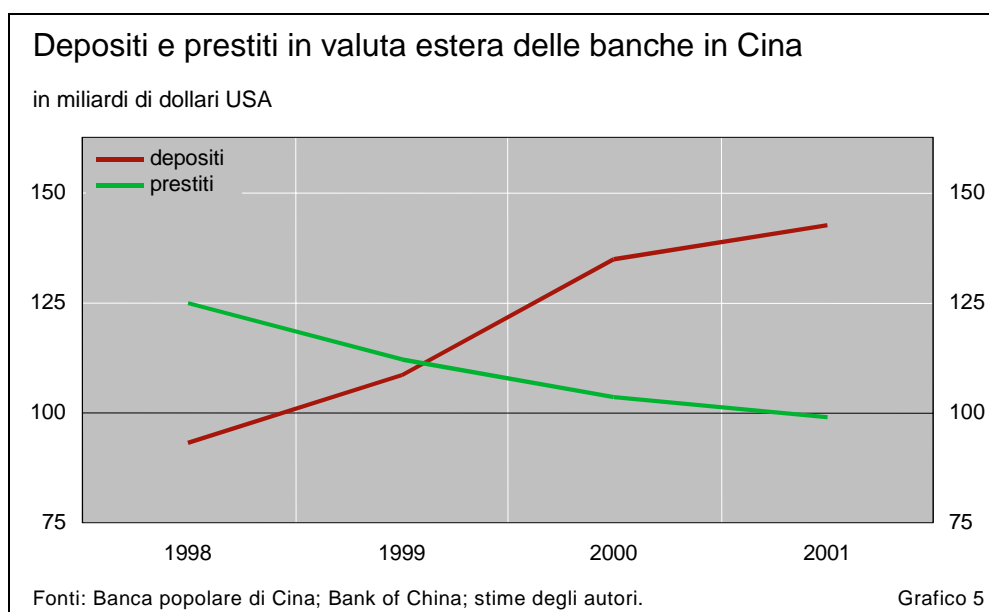
depositi in dollari delle famiglie cinesi), di cui più della metà si riteneva fosse già nelle mani di residenti, nonostante il divieto ufficiale. Data la diffusa disponibilità di depositi in valuta e le quotazioni allora relativamente favorevoli delle azioni B, gli investitori privati cinesi si sono avvalsi massicciamente della nuova facoltà (grafico 4). La parziale liberalizzazione si è accompagnata a una diminuzione di \$2,5 miliardi dei depositi in valuta estera nel febbraio e marzo 2001. Pare che gli investitori stranieri abbiano realizzato le plusvalenze uscendo dal mercato in questione e che i residenti cinesi abbiano attinto ai propri conti in dollari per finanziare gli acquisti di titoli. Tuttavia, a medio termine la nuova regolamentazione potrebbe aumentare la domanda di tali depositi qualora gli investitori prevedano che le disponibilità in valuta saranno avvantaggiate nel contesto di un'ulteriore liberalizzazione.

Crescente liquidità in dollari delle banche cinesi

Mentre i residenti non bancari cinesi hanno incrementato i propri depositi interni in valuta estera, le imprese cinesi hanno rimborsato passività denominate in dollari. Nel periodo 1998–2001 queste sono complessivamente diminuite di oltre \$25 miliardi. Di conseguenza, nei quattro anni il rapporto fra prestiti e depositi in valuta estera è sceso dal 130 al 70% (grafico 5). Va detto che la diminuzione ha riguardato non soltanto le banche di nazionalità cinese ma anche le banche estere operanti in Cina.

Le ragioni che hanno indotto le imprese cinesi a rimborsare passività in dollari paiono essere le stesse che spiegano l'aumento dei depositi. Il calo dei tassi d'interesse sul renminbi in relazione ai tassi sul dollaro ha incentivato le aziende cinesi a rifinanziarsi in moneta locale. La tendenza a ridurre l'esposizione debitoria in dollari può inoltre essere stata accentuata da taluni episodi di più acuta percezione del rischio di cambio. Analogamente, il timore

Il calo dei tassi d'interesse sul renminbi ha favorito il rimborso dei debiti in dollari



di un deprezzamento del renminbi avrebbe spinto le affiliate di società estere operanti in Cina a finanziare la propria attività con moneta locale. A partire dalla fine del 2000 la consistenza dei prestiti in dollari sembra essersi stabilizzata, in linea con la variazione dei differenziali d'interesse che ha frenato la crescita dei depositi in dollari, come si è detto in precedenza.

Negli ultimi tre anni l'aumento dei depositi, unitamente al rimborso di prestiti, ha generato presso le banche in Cina un'eccedenza di valuta estera di \$75 miliardi, superiore al contestuale incremento delle riserve ufficiali, pari a \$67 miliardi. Complessivamente, il sistema bancario e i gestori delle riserve ufficiali hanno pertanto dovuto collocare oltre \$140 miliardi di fondi in valuta durante questo periodo. Tali disponibilità sono affluite principalmente alle banche dichiaranti alla BRI e sul mercato dei titoli di debito USA (Ma e McCauley, 2002).

Conclusioni

Nel corso dell'ultimo decennio le famiglie e le società cinesi hanno costituito ingenti depositi in valuta estera presso le banche interne. Quale che sia l'origine dei fondi, il governo ha deciso di promuovere la raccolta in valuta sull'interno, mantenendo tra l'altro i rendimenti di tali depositi sostanzialmente in linea con quelli offerti sui mercati esteri. L'importanza di questa politica è confermata dal fatto che i differenziali di tasso d'interesse paiono influenzare la variazione mensile della quota relativa dei depositi valutari. Un risultato forse più sorprendente è che all'aumento di tale quota hanno parimenti contribuito le aspettative di cambio, nonostante la stabilità di fatto del renminbi. Sebbene la facoltà ufficialmente riconosciuta di accedere al mercato azionario B e detenere depositi in valuta estera abbia prodotto nell'immediato un calo di questi ultimi, in un orizzonte di medio termine ciò induce a ritenere che i titolari di tali conti possano godere di ulteriori vantaggi, il che tenderebbe ad accrescerne la domanda. I fattori all'origine dell'aumento dei depositi in dollari sono presumibilmente gli stessi che hanno provocato una diminuzione dei prestiti denominati nella moneta americana. Le eccedenze in dollari del sistema bancario cinese sono in gran parte affluite, unitamente alle maggiori riserve ufficiali, alle banche dichiaranti alla BRI e sul mercato dei titoli di debito USA.

In prospettiva, un ritorno a tassi d'interesse più elevati sul dollaro potrebbe ridare slancio alla crescita dei depositi valutari in Cina. L'eventuale adozione di un regime di cambio più flessibile introdurrebbe un nuovo elemento nella formazione delle aspettative di cambio. A prescindere dalla loro domanda, tali depositi svolgono comunque un ruolo sperimentale nel processo di liberalizzazione dei tassi d'interesse in Cina. Inoltre, le condizioni per l'ingresso della Cina nell'OMC prevedono che le banche cinesi ed estere competano inizialmente sul mercato dei depositi in valuta estera, e soltanto in una fase successiva sul mercato del renminbi.

Riferimenti bibliografici

Fung, B.S.C. e R.N. McCauley (2001): "Analisi della crescita dei depositi in valuta estera dei residenti di Taiwan", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 52–29.

Ma, G. (1999): "Implications of rising personal foreign currency deposits in China", *Merrill Lynch China Economics Research*, 16 dicembre.

Ma, G. e R.N. McCauley (2002): "Liquidità in valuta estera delle banche cinesi", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 19–20.

McCauley, R.N. e Y.K. Mo (2000): "Depositi in valuta estera di imprese e privati presso le banche in Cina", *Rassegna trimestrale BRI*, agosto, pagg. 36–41.

Determinanti della crescita dei depositi in valuta estera in Cina: alcune evidenze econometriche

È impiegata un'analisi di regressione per spiegare la variazione mensile del rapporto fra i depositi interni in valuta estera e i depositi in renminbi durante il breve periodo campione dal giugno 1999 al dicembre 2001. Sono verificati tre assunti base. Primo, il rapporto aumenterebbe in risposta a un ampliamento del differenziale positivo fra il tasso sui depositi interni in dollari e il tasso sui depositi in renminbi. Secondo, il rapporto aumenterebbe in previsione di un apprezzamento del dollaro rispetto al renminbi. Terzo, la recente liberalizzazione del mercato azionario B avrebbe come effetto iniziale quello di sottrarre depositi in valuta estera dal sistema bancario. I coefficienti stimati di correlazione sotto indicati sono di segno giusto e statisticamente significativi. L'evidenza empirica conforta le principali argomentazioni della nostra analisi.

$$1) F_t = -0,065 + 0,041R_t + 0,382E_{t-1}$$

(-1,96) (2,59) (1,13)

$$\bar{R}^2 = 0,190; DW = 2,175; LLF = 25,14$$

$$2) F_t = -0,042 + 0,083R_t + 0,558E_{t-1} - 0,002B_t$$

(-1,46) (2,83) (1,93) (-3,54)

$$\bar{R}^2 = 0,426; DW = 2,203; LLF = 31,04$$

dove

F_t = variazione del rapporto fra depositi interni in valuta e depositi in renminbi

R_t = differenziale d'interesse (tasso a 12 mesi su depositi USD interni meno tasso su CNY)

E_{t-1} = variazione percentuale differita dell'indice di cambio asiatico

B_t = variazione percentuale del numero di conti degli investitori sul mercato B.

Nota: l'indice di cambio asiatico è l'indice, ponderato per l'interscambio, dei tassi di cambio bilaterali con il dollaro di sette monete asiatiche fluttuanti: won coreano, peso filippino, yen giapponese, rupia indonesiana, dollaro di Singapore, nuovo dollaro di Taiwan e baht thailandese. I pesi sono dati dal valore dell'interscambio totale nel 1999 in termini di dollari.

Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB)

Il CBVB pubblica una sintesi del dibattito e delle raccomandazioni sulla lotta al finanziamento del terrorismo ...

In aprile il CBVB ha pubblicato un resoconto della riunione di supervisori ed esperti legali delle banche centrali e degli organi di vigilanza del G10 svoltasi a Basilea il 14 dicembre 2001. Argomento centrale del convegno è stato lo scambio di documentazione finanziaria tra giurisdizioni in connessione con la lotta al finanziamento del terrorismo. Sulla base delle questioni trattate nel corso della riunione, il Comitato ha adottato una serie di risoluzioni le quali prevedono, tra l'altro, che: a) siano compiuti costanti sforzi affinché gli standard enunciati nel rapporto sul dovere di diligenza delle banche nell'identificazione della clientela, pubblicato dal CBVB nell'ottobre 2001, vengano adottati su scala mondiale¹; b) il gruppo di lavoro del CBVB sull'attività bancaria internazionale (estensore del citato rapporto) consideri l'eventuale pubblicazione di criteri guida supplementari concernenti il finanziamento del terrorismo; c) le autorità di vigilanza assicurino la disponibilità di adeguati sistemi e procedure con cui porre in atto una gestione del rischio a livello consolidato per gruppi bancari con operatività internazionale²; d) il CBVB passi in rassegna le esperienze maturate dalle autorità di vigilanza bancaria e da altri organismi ufficiali in materia di scambio delle informazioni su operazioni bancarie di soggetti sospettati di attività terroristiche, al fine di stabilire se siano necessarie ulteriori misure per garantire efficaci flussi informativi sul piano sia nazionale che internazionale.

... e i risultati dell'indagine sull'informativa bancaria per il 2000

In maggio il CBVB ha pubblicato un rapporto contenente i risultati di un'indagine sull'informativa al pubblico basata su un campione di banche attive a livello internazionale residenti in 13 paesi³. Lo scopo dell'indagine, così come

¹ Cfr. *Dovere di diligenza delle banche nell'identificazione della clientela*, CBVB, Basilea, ottobre 2001. Disponibile su www.bis.org.

² In particolare, dovrebbero esistere accordi per lo scambio di informazioni al fine di assicurare che, nei casi di sospetto finanziamento del terrorismo, siano disponibili procedure ufficiali di segnalazione alle autorità di vigilanza sia del paese di origine sia del paese ospitante.

³ Cfr. *Public disclosures by banks: results of the 2000 disclosure survey*, CBVB, Basilea, maggio 2002.

per quella analoga pubblicata un anno prima, è di individuare le tendenze nel campo dell'informazione bancaria e di fornire orientamenti agli operatori del settore, indicando le prassi attualmente prevalenti e gli ambiti suscettibili di miglioramento.

Le risultanze dell'indagine 2000 mostrano un soddisfacente grado di trasparenza delle informazioni di base circa la struttura e i coefficienti patrimoniali, le procedure contabili e di presentazione dei bilanci, i rischi di credito e di mercato; per queste voci le segnalazioni vengono di norma fornite in oltre l'80% dei casi. Tuttavia, questa percentuale tende a diminuire con l'aumentare del livello di specializzazione, di complessità e di riservatezza delle informazioni: meno della metà delle banche ha fornito dati su modellizzazione del rischio di credito, derivati creditizi e cartolarizzazione.

Soddisfacente divulgazione delle informazioni di base ...

Il Comitato rileva che esistono margini per ulteriori miglioramenti e prevede che, con il completamento delle proposte contenute nel suo ultimo documento di lavoro sull'informativa al pubblico⁴, la trasparenza delle informazioni aumenterà in previsione del Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale.

... ma vi sono margini per ulteriori miglioramenti

Nel complesso, sembra esservi stato un leggero aumento nella frequenza dell'informativa rispetto al 1999. Gli incrementi più rilevanti riguardano voci quali gli strumenti di capitale complessi e le procedure di determinazione delle rettifiche per il rischio di credito, la cartolarizzazione (anche se in questo caso le informazioni sono ancora sporadiche), nonché i rischi operativo e legale. Per alcune altre voci sarebbe invece ravvisabile un certo regresso nella frequenza delle informazioni, che pare essere diminuita tra il 1999 e il 2000.

Lieve aumento complessivo nella frequenza dell'informativa

In giugno il CBVB ha reso note le modalità relative alla seconda raccolta di dati sul rischio operativo. L'esercizio analitico, iniziato nel maggio 2001, mira ad acquisire informazioni sulle perdite a fronte del rischio operativo e su vari indicatori di esposizione delle banche per consentire al CBVB di sviluppare e affinare ulteriormente lo schema di riferimento del requisito per il rischio operativo proposto nel Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale. L'ultima indagine copre l'esercizio finanziario più recente (2000/01). Il CBVB ha invitato le banche a restituire il questionario compilato per il tramite delle autorità di vigilanza nazionali entro il 31 agosto 2002.

Il CBVB pubblica i dettagli per la raccolta di dati sul rischio operativo

Il CBVB, l'International Organization of Securities Commissions e l'International Association of Insurance Supervisors hanno pubblicato in giugno un aggiornamento del mandato del Joint Forum. Nell'ambito operativo del Forum – composto di esperti tecnici che operano sotto l'egida dei tre organismi internazionali di regolamentazione – rientrano le questioni riguardanti i conglomerati finanziari, nonché tematiche di comune interesse dei tre comitati di appartenenza.

Gli organismi di regolamentazione internazionali aggiornano il mandato del Joint Forum

⁴ Cfr. *Working paper on Pillar 3 – market discipline*, CBVB, Basilea, settembre 2001.

Forum per la stabilità finanziaria (FSF)

Il FSF pubblica un elenco dei lavori in tema di solidità dei sistemi finanziari

In aprile il FSF ha pubblicato un elenco delle iniziative in fase di realizzazione e dei progetti più recenti che hanno rilevanza per la solidità dei sistemi finanziari. L'elenco è stato oggetto di esame nel corso della riunione del Forum a Hong Kong il 25–26 marzo⁵. Sempre in aprile il FSF ha diffuso una rassegna degli ultimi sviluppi sulle istituzioni ad alto grado di leva. Il documento illustra sia i progressi compiuti nell'affrontare le passate criticità in questo ambito, sia i cambiamenti intervenuti da cui originano nuovi timori (pur non rappresentando di per sé una minaccia per la stabilità finanziaria). Nell'ultima parte del documento sono contenute alcune questioni meritevoli di ulteriore approfondimento da parte del FSF.

Riunioni a livello regionale

Nello stesso mese il FSF ha tenuto inoltre la sua prima riunione a livello regionale presso la Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, cui hanno preso parte rappresentanti dell'Europa centrale e orientale, e una seconda con esponenti dell'America latina presso la banca centrale del Brasile. Tali riunioni hanno consentito ai partecipanti di scambiare punti di vista su potenziali vulnerabilità nei sistemi finanziari, problemi posti dai dissesti di grandi società e iniziative in atto per rafforzare i sistemi finanziari.

⁵ Cfr. *Ongoing and recent work relevant to sound financial systems*, FSF, Basilea, marzo 2002 e *The FSF recommendations and concerns raised by highly leveraged institutions (HLIs): an assessment*, FSF, Basilea, marzo 2002, entrambi disponibili su www.fsforum.org.