

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.

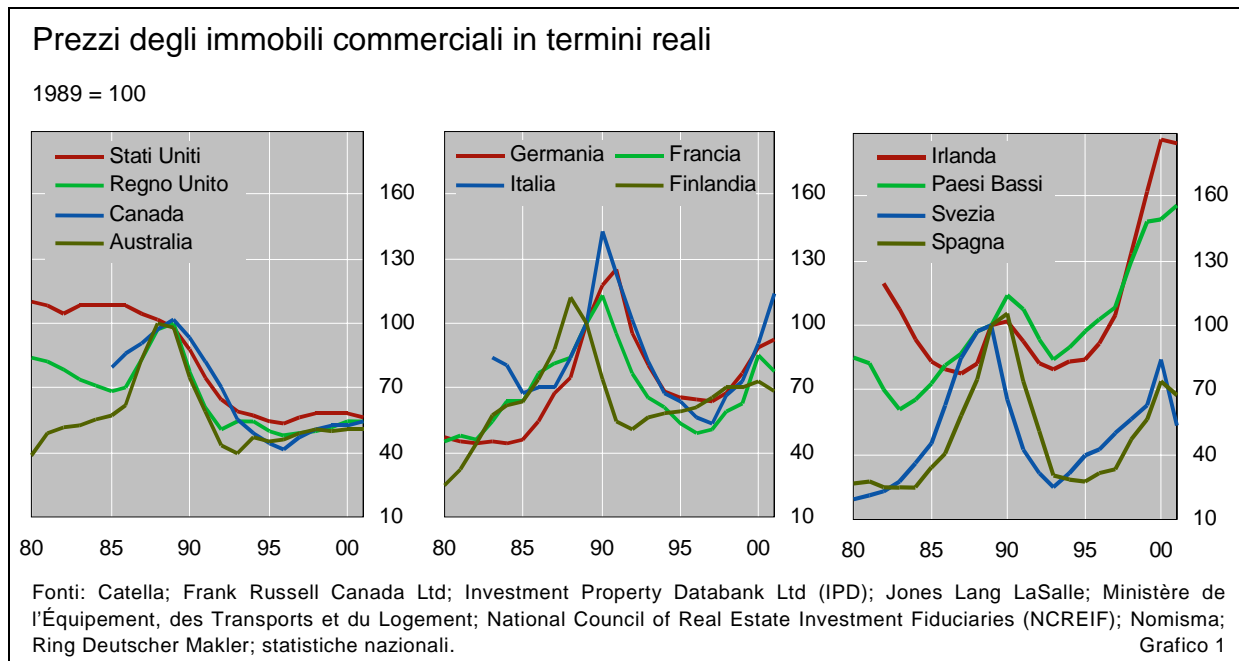
² Hilbers et al. (2001) documentano una serie di episodi degli ultimi due decenni in cui gli squilibri nel settore immobiliare sono stati indici premonitori di crisi bancarie. Anche Borio e Lowe (2002) suggeriscono che una rapida ascesa dei prezzi immobiliari potrebbe preannunciare l'insorgere di squilibri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

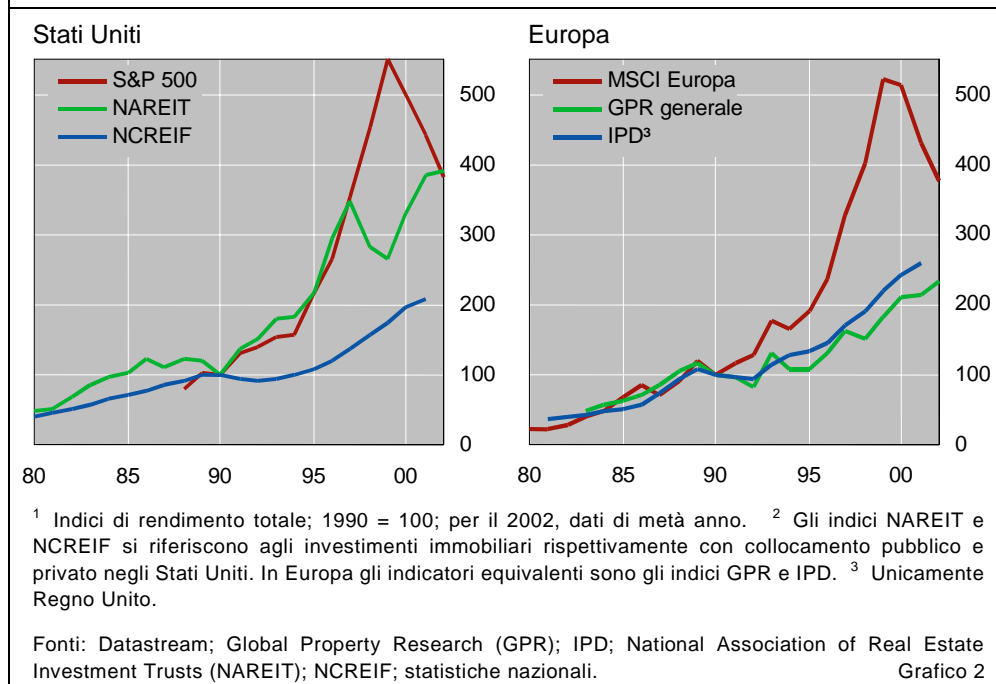
Il settore immobiliare ha registrato una buona performance

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%.

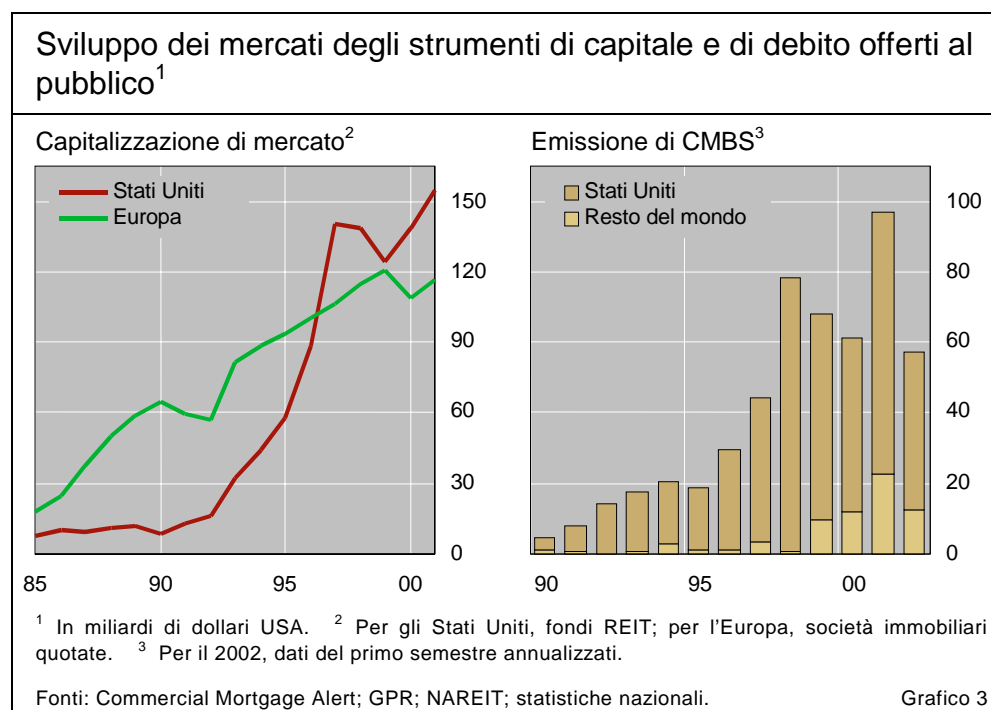
... e rapidamente negli Stati Uniti e in Australia

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

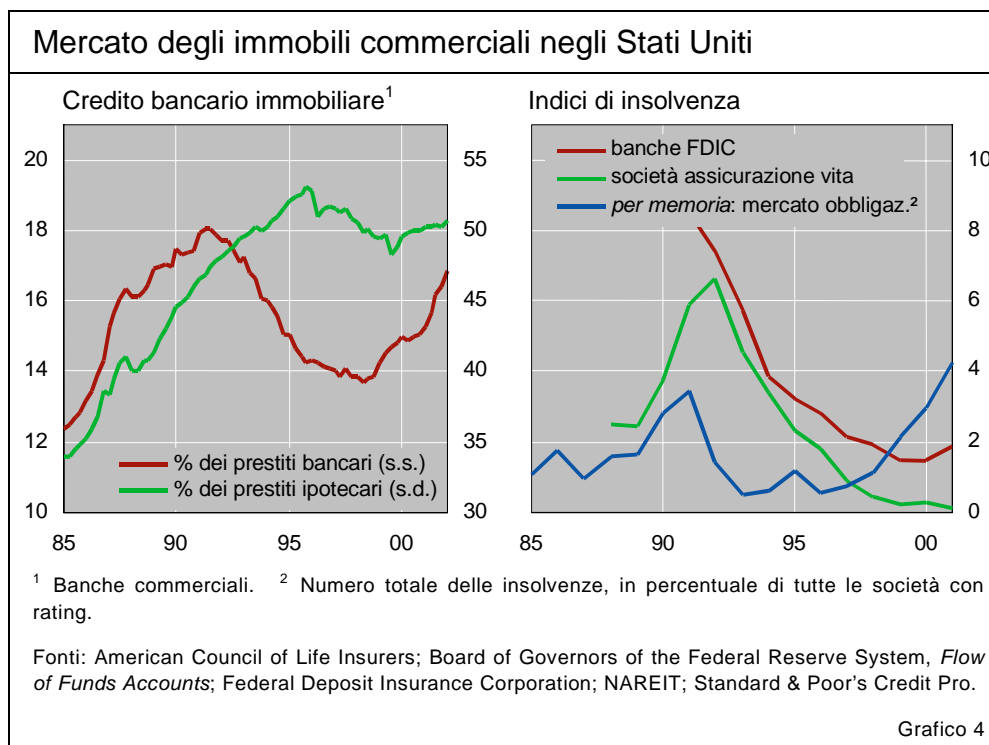
La rapida diffusione degli strumenti di finanziamento negoziabili può aver contribuito ad attenuare il ciclo degli immobili commerciali in almeno tre modi. Primo, la disponibilità di nuovi canali di provvista ha presumibilmente reso più stabili i flussi di finanziamento. Secondo, essa ha rafforzato la 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.

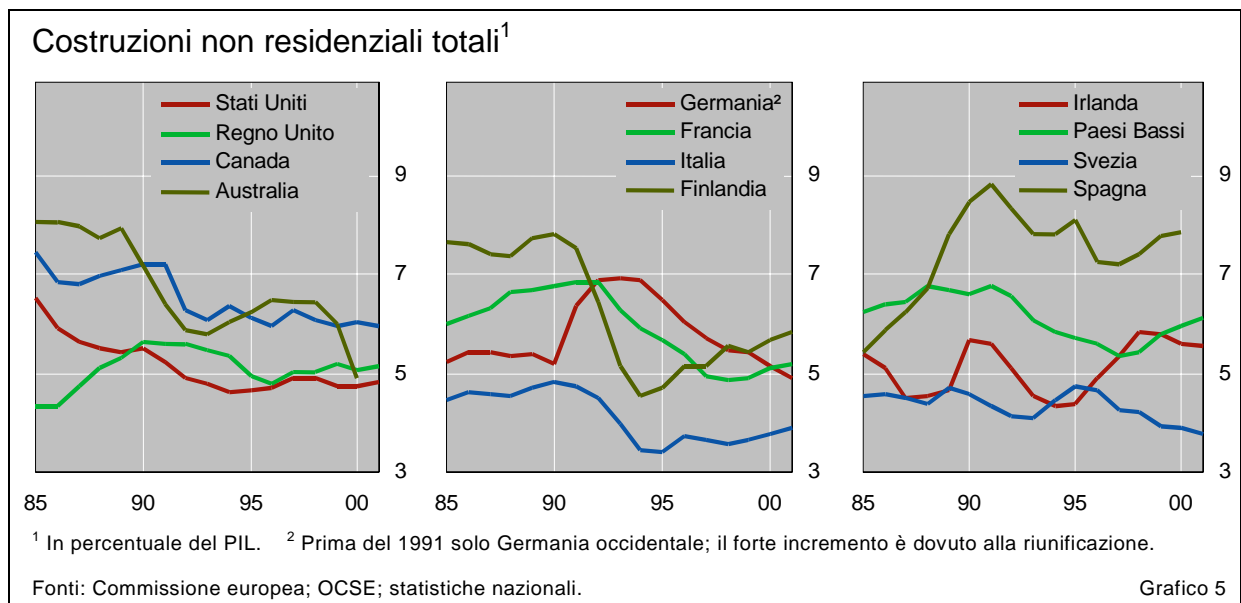
... il lento assorbimento della capacità eccedente ha inciso fortemente sull'evoluzione attuale ...

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.