

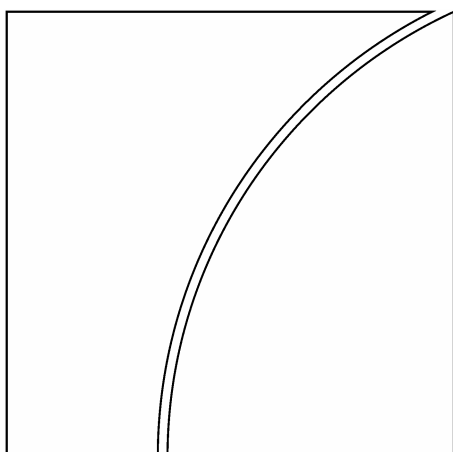


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Marzo 2004

Evoluzione dell'attività sui
mercati bancari e finanziari
internazionali



Rassegna trimestrale BRI
Dipartimento Monetario ed Economico

Comitato editoriale:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
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 2004. Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.

ISSN 1683-0148 (stampa)

ISSN 1683-0156 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Rassegna trimestrale BRI

Marzo 2004

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

1. Quadro generale degli sviluppi: la propensione al rischio	
sospinge i mercati	1
<i>Le quotazioni azionarie crescono più degli utili</i>	1
<i>Riquadro: Misurazione dell'avversione al rischio</i>	4
<i> Mercati del credito in rialzo nonostante il crack di Parmalat</i>	5
<i>I rendimenti denotano maggiore incertezza sulla ripresa economica</i>	7
<i>L'apprezzamento dell'euro suscita nuovi timori</i>	9
<i>Riquadro: Rendimenti dei Treasuries e disponibilità ufficiali estere di obbligazioni USA</i>	11
2. Il mercato bancario internazionale	13
<i>Contrazione del mercato interbancario con l'affluire dei crediti ai prenditori finali</i>	13
<i>Riquadro: Equilibrio di lungo periodo nel mercato interbancario</i>	15
<i>Flussi netti in uscita dai mercati emergenti per i maggiori depositi</i>	20
<i>Riquadro: Sulle tracce della liquidità in valuta estera della Cina</i>	27
<i>Riquadro: I prestiti consorziali internazionali nel quarto trimestre 2003</i>	29
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	31
<i>Il mercato dell'euro guadagna terreno grazie alle emissioni dei residenti</i>	33
<i>Intensa attività di emissione in dollari USA e altre valute</i>	35
<i>Preferenza per gli strumenti a breve termine e a tasso variabile</i>	35
<i>Aumentano notevolmente le emissioni high-yield di imprese private</i>	36
<i>Fra i mutuatari dell'area emergente spiccano i paesi asiatici</i>	37
<i>Paesi emergenti: raccolta elevata nel 2003 ...</i>	39
<i>... e forti emissioni fin dagli inizi del 2004</i>	39
4. I mercati degli strumenti derivati	41
<i>Rallentano i contratti sul reddito fisso col ritorno a condizioni più distese</i>	42
<i>Riquadro: Perdurante dinamismo dei mercati di borsa nel 2003</i>	44
<i>Contratti azionari in crescita nonostante il calo della volatilità</i>	46
<i>La debolezza del dollaro sospinge i contratti valutari</i>	49
<i>La ripresa globale e la fuga verso la sicurezza trainano i contratti su merci</i>	49

Sezioni monografiche

Indebitamento delle famiglie e macroeconomia	51
<i>Guy Debelle</i>	
<i>Analisi del fenomeno</i>	52
<i>Cause dell'aumento del debito</i>	54
<i>Implicazioni macroeconomiche</i>	57
<i>Conclusioni</i>	62

Determinanti della dinamica dei prezzi abitativi: evidenze tratte da vari paesi	65
<i>Kostas Tsatsaronis e Haibin Zhu</i>	
<i>Analisi economica della determinazione dei prezzi delle abitazioni</i>	66
<i>Misurazione dell'impatto dei diversi fattori: evidenze tratte dal campione</i>	71
<i>Riquadro: Il modello di autoregressione vettoriale strutturale (SVAR)</i> ..	73
<i>Conclusioni</i>	78
Picchi gemelli nei prezzi di azioni e immobili residenziali?	81
<i>Claudio Borio e Patrick McGuire</i>	
<i>Cicli dei prezzi delle azioni e degli immobili residenziali</i>	83
<i>I picchi azionari preannunciano quelli immobiliari?</i>	87
<i>Che cosa spiega la durata del ritardo?</i>	90
<i>Che cosa spiega l'ampiezza della contrazione?</i>	92
<i>Conclusioni</i>	94
Il mercato ipotecario danese	97
<i>Allen Frankel, Jacob Gyntelberg, Kristian Kjeldsen e Mattias Persson</i>	
<i>La performance del sistema danese</i>	98
<i>Riquadro: Un raffronto fra obbligazioni "callable" e "non-callable"</i>	100
<i>Disciplina dei rischi di credito e di rimborso anticipato</i>	101
<i>Standardizzazione e liquidità</i>	103
<i>Contratti ipotecari, rimborsi anticipati e coperture</i>	104
<i>Riquadro: Creazione, strutturazione, emissione e "servicing" dei titoli ipotecari danesi</i>	105
<i>Conclusioni</i>	110
Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria	
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	113
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	113
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	113
<i>Riquadro: Ultimi sviluppi riguardo al Nuovo Accordo di Basilea sul capitale</i>	114
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

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

1. Quadro generale degli sviluppi: la propensione al rischio spinge i mercati

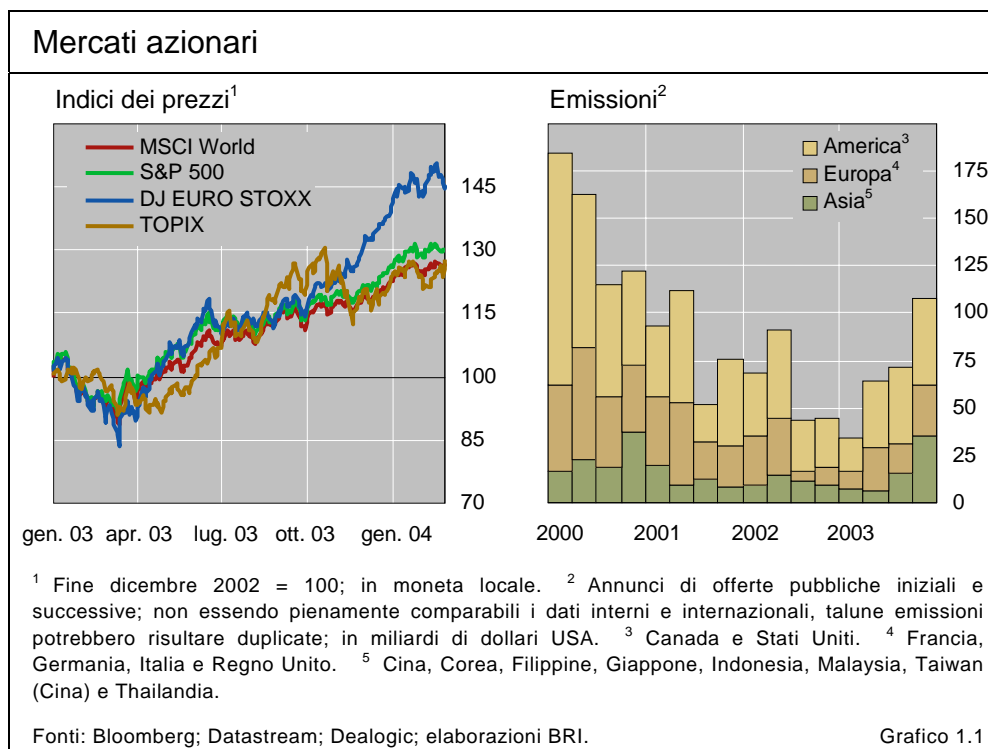
I mercati finanziari di tutto il mondo hanno inaugurato il nuovo anno proseguendo sulla scia dei formidabili guadagni segnati nel 2003. I miglioramenti nelle prospettive di crescita globale e nella situazione finanziaria delle imprese, unitamente a una vigorosa propensione al rischio, hanno sostenuto i rialzi dei prezzi di azioni e obbligazioni. Gli investitori sarebbero rimasti impassibili persino di fronte alle nuove rivelazioni di illeciti societari.

Anche durante la corsa dei mercati azionari e creditizi il livello generale dei rendimenti ha subito un calo. I mercati dei titoli pubblici avrebbero focalizzato la loro attenzione più sull'assenza di pressioni inflazionistiche e sul probabile orientamento della politica monetaria negli USA e nell'area dell'euro che non sulla mera ripresa dell'economia globale. A riprova forse dell'importante ruolo dei bassi tassi di interesse per le valutazioni correnti di mercato, a fine gennaio la modifica del linguaggio utilizzato dalla Federal Reserve circa l'indirizzo espansivo della politica monetaria ha condotto a un rialzo dei rendimenti, che ha temporaneamente compresso le quotazioni azionarie e obbligazionarie.

Prima della breve ondata di vendite di fine gennaio, la performance dei prezzi delle azioni e del debito dei paesi emergenti aveva surclassato quella della maggioranza degli altri mercati. La propensione al rischio degli investitori ha contribuito a una pronunciata ripresa delle emissioni azionarie in Asia e di quelle obbligazionarie internazionali in America latina. Essa ha inoltre indotto le autorità asiatiche a intensificare gli interventi volti ad arginare l'apprezzamento delle loro valute sul dollaro USA, interventi che potrebbero a loro volta aver concorso al basso livello dei rendimenti in dollari.

Le quotazioni azionarie crescono più degli utili

La fase rialzista dei mercati azionari mondiali iniziata nel marzo 2003 è proseguita nella prima parte del 2004. Dopo tre anni consecutivi di perdite, l'indice MSCI World ha guadagnato il 23% nel 2003 e un ulteriore 3% nelle prime otto settimane di quest'anno (grafico 1.1). I mercati hanno dato prova di particolare dinamismo in dicembre e agli inizi di gennaio, nell'aspettativa di una sostenuta crescita degli utili.



Rispetto ai bassi livelli del 2001–02 i profitti hanno segnato un forte recupero. Per le società quotate l'aumento nel 2003 è stato più alto del previsto: il 27% annuo negli Stati Uniti e quasi il 100% nell'area dell'euro, secondo i dati I/B/E/S (grafico 1.2). Per il 2004 gli analisti prevedono un altro anno di crescita a due cifre, e le sensazionali performance segnalate da molte imprese nell'ultimo trimestre 2003 sembrano averli ulteriormente confortati nelle loro previsioni. Il settore societario, per converso, appare meno fiducioso nel vigore della ripresa economica. Le società USA che hanno annunciato prospettive negative sugli utili futuri continuano a superare quelle con pronostici favorevoli.

I profitti superano le aspettative ...

Fin dagli inizi del 2003 l'aumento dei profitti è stato inferiore a quello dei prezzi azionari. Di conseguenza, i rapporti prezzo/utili hanno registrato una tendenza al rialzo. Benché ancora inferiori al picco toccato di recente, le valutazioni di alcuni importanti mercati risultano elevate in confronto alla media storica. Impiegando una media quinquennale degli utili realizzati – che attenua gli effetti del ciclo economico – l'S&P 500 mostrava a fine gennaio 2004 un price/earning ratio di 29, ben al disopra del 20 registrato mediamente nel periodo 1961–2003. Sulla base degli utili prospettici, viceversa, tale rapporto è più vicino ai valori storici.

... ma le valutazioni azionarie sembrano ancora elevate ...

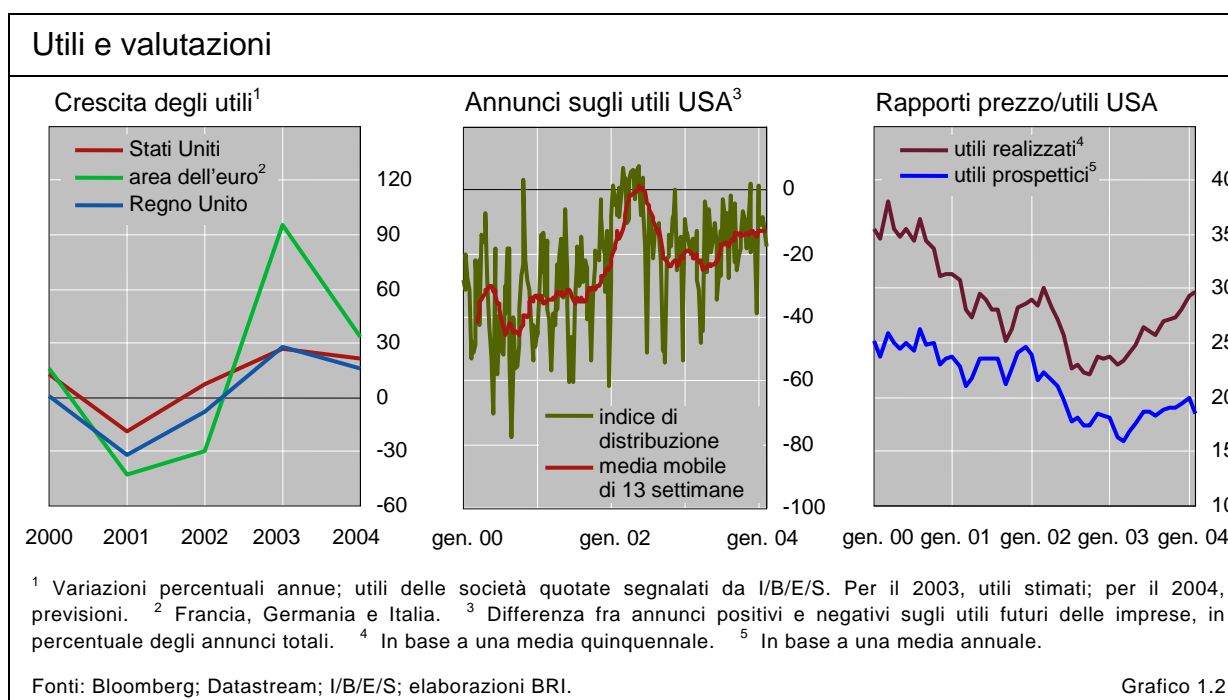
Gli investitori non sono rimasti indifferenti di fronte alle notizie suscettibili di mettere in discussione i livelli correnti delle valutazioni. L'S&P 500 ha perso l'1,4% il 28 gennaio sulla scia di un presunto indebolimento dell'impegno della Federal Reserve a lasciare inalterati i tassi ufficiali, e lo 0,8% il 4 febbraio a seguito dell'annuncio sugli utili di Cisco Systems, azienda leader nel settore tecnologico. Il 26 gennaio, alla notizia che le autorità di vigilanza avrebbero

avviato accertamenti mirati presso la UFJ Bank in merito alla sua valutazione dei prestiti in sofferenza, il TOPIX ha ceduto lo 0,8%.

... per effetto della minore avversione al rischio

Le incertezze si sono però rivelate temporanee. Anzi, la volatilità implicita nelle opzioni su indici azionari USA, che rispecchia le percezioni degli investitori sulla volatilità futura nonché la loro avversione al rischio, è scesa agli inizi dell'anno a livelli record. Le stime desunte dai prezzi di queste opzioni indicano che l'effettiva avversione al rischio ha continuato a calare fino a dicembre, per crescere lievemente in gennaio e febbraio (cfr. il riquadro seguente). Tale andamento è in linea con il perdurante spostamento di fondi degli investitori USA dagli strumenti assimilabili al contante a quelli azionari e a più alto rischio.

I rialzi mondiali delle borse valori hanno stimolato nell'ultima parte del 2003 una ripresa delle emissioni azionarie (grafico 1.1), salite a livelli non più registrati da oltre due anni. Le società asiatiche – giapponesi e cinesi in testa – hanno raccolto \$35 miliardi sui mercati azionari interni e internazionali nel quarto trimestre. La più ingente offerta pubblica iniziale dell'anno è stata lanciata da una compagnia cinese di assicurazioni del ramo vita, China Life, che ha collocato titoli internazionali per quasi \$4 miliardi. Gli investitori locali del paese non sembrano aver condiviso l'entusiasmo mostrato dai loro omologhi internazionali per i titoli azionari cinesi: la borsa di Shanghai, in cui l'accesso agli investitori internazionali è soggetto a rigide restrizioni, ha segnato una delle peggiori performance dello scorso anno a livello mondiale, crescendo del solo 10% in termini di moneta locale. Al contrario, i mercati di Thailandia e Indonesia hanno guadagnato rispettivamente il 117 e il 63%; le imprese di questi due paesi hanno approfittato della fase rialzista per raccogliere capitali sui mercati azionari interni.



Misurazione dell'avversione al rischio

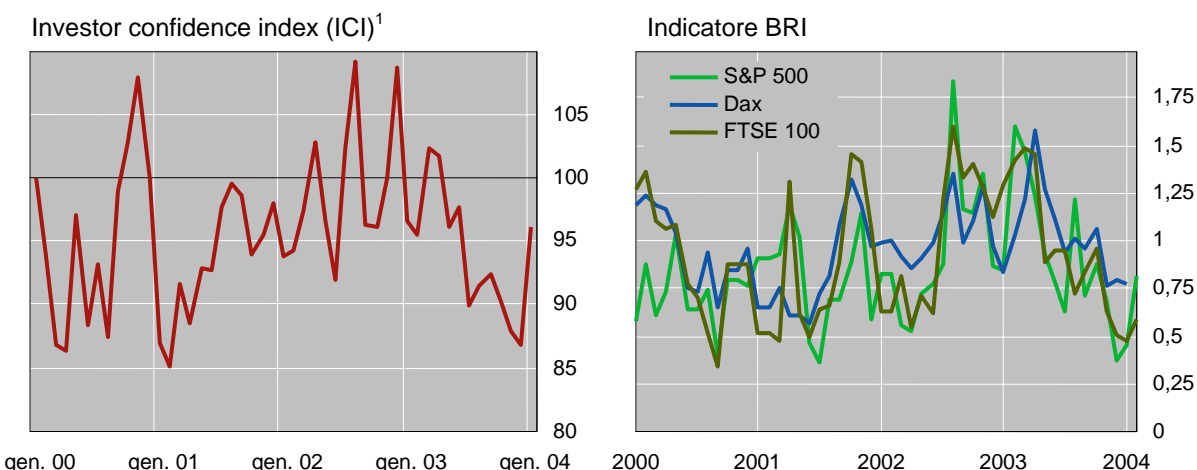
I movimenti dei prezzi delle attività possono essere prodotti da modifiche sia dei fondamentali sia dell'effettiva avversione al rischio degli investitori. I due effetti sono difficili da discernere, poiché nessuno dei due è osservabile direttamente. Per cogliere l'avversione al rischio gli operatori ricorrono spesso a semplici proxy, tra cui il noto Liquidity, Credit and Volatility Index (LCVI) di J.P. Morgan[®]. Esso incorpora sette diverse misure del rischio – dagli spread su swap e titoli high-yield alla volatilità implicita delle opzioni valutarie –, ma il suo nesso concettuale con l'avversione al rischio non è ben specificato. Negli ultimi anni gli strumenti forniti dalla moderna teoria della finanza hanno agevolato l'elaborazione di indicatori dell'avversione al rischio costruiti su solide basi concettuali.

Uno di questi indicatori, l'Investor Confidence Index (ICI) di State Street, si basa sui dati relativi ai flussi mondiali di portafoglio[®]. Esso è imperniato su un modello che impiega informazioni su disponibilità e acquisizioni azionarie degli investitori globali per separare le variazioni dei fondamentali da quelle dell'avversione relativa di investitori internazionali (istituzionali) e nazionali (al dettaglio). I mutamenti nell'avversione al rischio vengono colti dalla componente comune a tutti i paesi di vendite o acquisti di azioni da parte degli investitori globali in proporzione alle disponibilità del rispettivo paese.

Un secondo indicatore, che questa Rassegna trimestrale segnala dal giugno 2003, sfrutta le informazioni fornite dai prezzi delle opzioni su indici azionari[®]. Esso misura l'avversione al rischio raffrontando la distribuzione empirica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni. Quest'ultima pondera le probabilità empiriche in base alla propensione al rischio, attribuendo un valore maggiore alla possibilità di evitare pagamenti bassi e uno minore a quella di ricevere pagamenti elevati. Quanto più ampia è l'area sottostante la coda sinistra della distribuzione implicita nelle opzioni tanto maggiore è l'effettiva avversione degli investitori a risultati negativi.

Benché basati su fonti informative diverse, l'ICI e l'indicatore BRI sembrano fornire segnali analoghi. Essi mostrano entrambi che l'avversione al rischio è scesa per gran parte del 2003 e salita leggermente nel gennaio 2004. A spiegazione di questa analogia si potrebbe ipotizzare che gli investitori globali del modello ICI coincidano con l'investitore marginale che determina i prezzi delle opzioni nel modello BRI.

Misure alternative dell'avversione al rischio



¹ Raffigurato come inverso dell'indice (un valore inferiore indica cioè una minore avversione al rischio). Gennaio 2000 = 100.

Fonti: Bloomberg; State Street; elaborazioni BRI.

[®] Cfr. J.P. Morgan Chase: "Using equities to trade FX: introducing the LCVI", Global Foreign Exchange research note, 1° ottobre 2002. [®] Cfr. Kenneth Froot e Paul O'Connell: "The risk tolerance of international investors", *NBER Working Papers*, n. 10157, dicembre 2003. [®] Cfr. Nikola Tarashev, Kostas Tsatsaronis e Dimitrios Karampatos: "Propensione al rischio: l'insegnamento tratto dalle opzioni", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2003, pagg. 59-68.

La fase rialzista
sospinge le emis-
sioni azionarie e le
operazioni di M&A

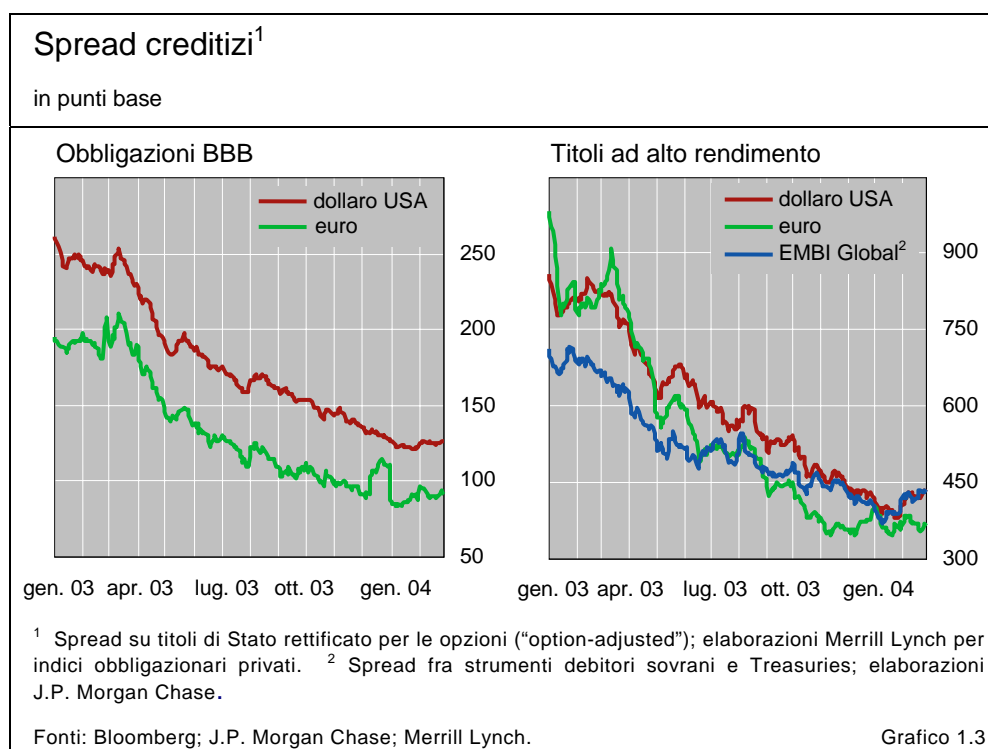
Grazie alle valutazioni azionarie correnti, le imprese hanno trovato più facile rafforzare i loro bilanci e avviare operazioni di fusione e acquisizione (M&A). In Europa e Nord America diversi “angeli caduti” (società il cui debito è stato declassato dal grado di qualità bancaria al di sotto di BBB-) hanno raccolto ingenti ammontari sui mercati azionari nel quadro di piani di ristrutturazione. L’olandese Ahold, società operante nella distribuzione alimentare che aveva segnalato gravi irregolarità contabili agli inizi del 2003, ha offerto emissioni azionarie in opzione per un totale di €3 miliardi, il cui ricavato è stato destinato al rimborso del debito. Anche l’attività di M&A ha ripreso slancio, come dimostrano le diverse operazioni per svariati miliardi di dollari annunciate a cavallo del nuovo anno. La transazione più ingente degli ultimi anni è stata annunciata in gennaio da J.P. Morgan Chase, una fusione mediante scambio di azioni per \$58 miliardi con la Bank One di Chicago.

Mercati del credito in rialzo nonostante il crack di Parmalat

Si riducono gli
spread creditizi ...

Analogamente alle borse valori, anche i mercati del credito hanno cominciato il nuovo anno proseguendo nella loro fase rialzista. Al 27 febbraio 2004 lo spread fra obbligazioni societarie in dollari BBB e titoli del Tesoro USA era sceso a circa 130 punti base, il livello più basso dall’agosto 1998 e inferiore di 260 punti al picco dell’ottobre 2002 (grafico 1.3). Gli spread sul debito dei mercati emergenti sono diminuiti di ben 490 punti rispetto ai valori dell’ottobre 2002, fino a sfiorare il minimo storico.

Il calo degli spread creditizi è stato favorito dal miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese. I fallimenti societari si sono ridotti nettamente dai massimi del 2001, e anche le misure del rischio di insolvenza desunte dai prezzi azionari sono risultate inferiori ai picchi del 2002



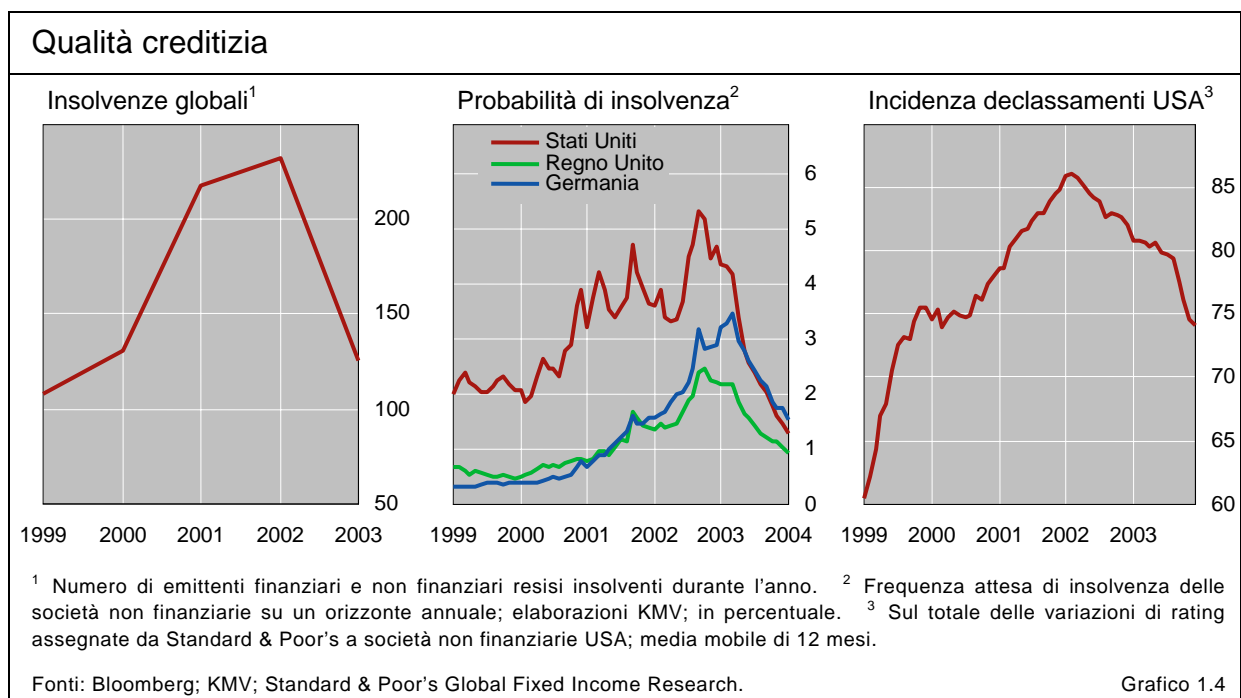
(grafico 1.4). Nonostante condizioni di finanziamento straordinariamente favorevoli, l'indebitamento delle società di qualità bancaria è rimasto contenuto nell'ultima parte del 2003. Nelle principali economie gli investimenti aziendali sono accelerati lo scorso anno, ma l'incremento è stato finanziato in ampia misura dai crescenti profitti; sembra esservi stata una certa riluttanza ad accendere nuovi prestiti a fronte dell'attività di investimento. Sebbene le emissioni societarie sul mercato obbligazionario internazionale abbiano recuperato intorno a fine anno, esse sono state essenzialmente finalizzate ad allungare la scadenza del debito.

... grazie alle migliori condizioni finanziarie ...

La conseguenza di tali miglioramenti nei bilanci societari è stata una sostanziale diminuzione del numero dei declassamenti del merito creditizio nel 2003. Anche se negli USA questi ultimi hanno continuato a superare gli avanzamenti, la loro incidenza sul totale delle variazioni di rating di Standard & Poor's è calata al 74%, dall'82% del 2002. In Giappone, dove questa percentuale è stata pari ad appena il 48%, gli aumenti di rating sono stati superiori alle diminuzioni. L'Europa è rimasta indietro rispetto alle altre due regioni, registrando comunque un calo all'83% nell'incidenza dei downgrade.

Anche la crescente propensione al rischio degli investitori – che sui mercati obbligazionari si è tradotta in una corsa ai rendimenti – ha contribuito al calo degli spread. Ciò è stato particolarmente evidente nel comparto dei titoli "high-yield", dove gli investitori hanno spinto i prezzi al rialzo persino di fronte all'intensificarsi dell'attività di prenditori pubblici e privati. Nel gennaio scorso i mutuatari dei mercati emergenti hanno raccolto sul mercato dei titoli di debito internazionali \$19 miliardi, l'importo più elevato dal giugno 1997, prima della crisi finanziaria asiatica. Di questa cifra, un ammontare sorprendente – pari al 35% del totale – è stato collocato da prenditori con rating pari o inferiore a B,

... e a una crescente propensione al rischio



fra cui Brasile, Turchia e Venezuela (cfr. “Il mercato internazionale dei titoli di debito”). Va rilevato che nel 2003 tali prenditori concorrevano al 20% delle emissioni lorde dell’area emergente, e nel 2002 al solo 10%.

Un ulteriore segnale della disponibilità degli investitori a non operare in base a considerazioni di rischio nella loro ricerca di rendimenti proviene dalla crescita del finanziamento di operazioni di “leveraged buyout” (LBO), intervenuta dopo anni di stallo (cfr. “I prestiti consorziali internazionali nel quarto trimestre 2003”). Mentre sul finire degli anni ottanta tali transazioni avevano contribuito a innalzare i livelli di indebitamento delle imprese, questo non è stato necessariamente il caso nel periodo più recente. Alcune delle maggiori operazioni di LBO hanno comportato la cessione di filiazioni da parte di società impegnate nel consolidamento dei bilanci, così come avvenuto in occasione della vendita della divisione aeronautica di Fiat.

Grazie soprattutto al favorevole contesto creditizio, gli effetti di contagio derivanti da nuove rivelazioni di illeciti societari – segnatamente quelle diffuse in dicembre riguardo al gruppo alimentare italiano Parmalat – sono stati limitati. Si valuta che la società parmense abbia sottostimato il suo indebitamento netto per oltre €12 miliardi, una cifra superiore persino a quelle di Enron o WorldCom. Il crack di Parmalat è sembrato interrompere momentaneamente il calo degli spread creditizi sul mercato dell’euro; in realtà, tuttavia, l’ampliamento era stato determinato quasi esclusivamente proprio dai differenziali Parmalat, e gli spread sugli strumenti in euro sono calati nettamente dopo che il gruppo è stato rimosso dall’indice a fine dicembre (grafico 1.3). Il prezzo dei default swap su alcuni dei principali creditori di Parmalat, principalmente banche italiane, è aumentato con l’evolversi degli eventi, ma non in misura significativa.

Preannunciando forse eventi in grado di porre fine alla prolungata fase rialzista dei mercati obbligazionari, le condizioni finanziarie sul comparto dei titoli ad alto rendimento si sono deteriorate a fine gennaio. Il fattore scatenante è stata la percezione di un indebolimento dell’impegno della Federal Reserve a lasciare invariati i tassi ufficiali. Nei giorni successivi alla riunione della banca centrale statunitense del 28 gennaio gli spread sulle obbligazioni private high-yield e sul debito dei mercati emergenti sono cresciuti di circa 35 punti base, e di ben 100 punti quelli sovrani sul debito brasiliano in dollari. Anche se il comparto ad alto rendimento si è rapidamente stabilizzato, l’episodio è indicativo dell’importanza del basso livello dei tassi di interesse per l’ascesa dei mercati del credito.

I rendimenti denotano maggiore incertezza sulla ripresa economica

Nonostante le migliorate prospettive economiche e i connessi guadagni in altri mercati, i rendimenti pubblici del G3 sono diminuiti marcatamente nel nuovo anno. Il calo più pronunciato ha colpito il segmento del dollaro USA, dove il 14 gennaio i rendimenti dei Treasuries decennali sono piombati sotto il 4% per la prima volta dagli inizi di ottobre. L’annuncio determinante è stato quello del 9 gennaio relativo ai dati sull’occupazione di dicembre, decisamente inferiori

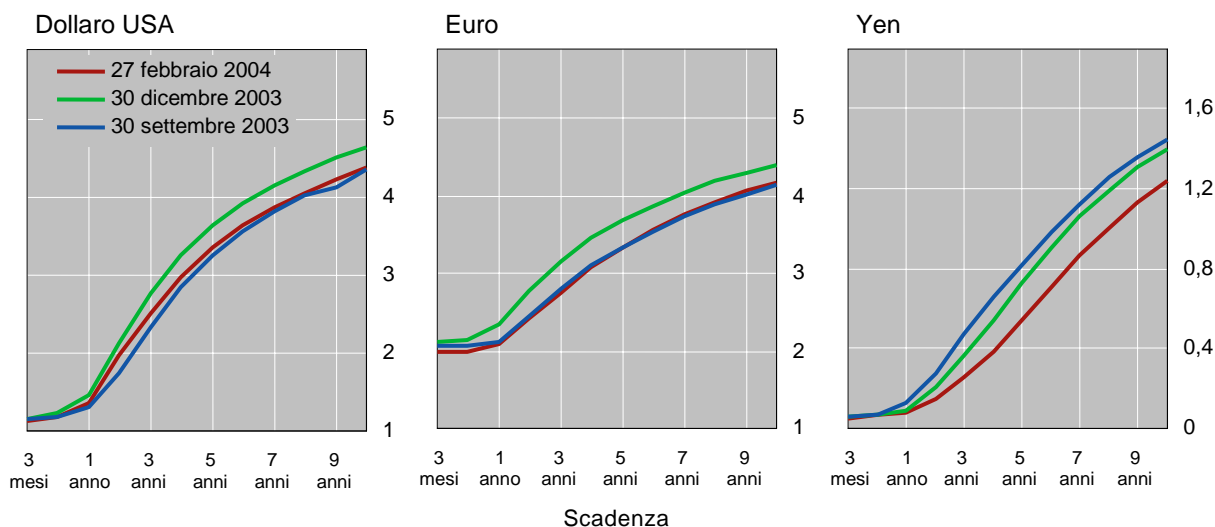
I mercati mobiliari ignorano il caso Parmalat ...

... ma sono turbati dalla prospettiva di un aumento dei tassi di interesse

La debolezza dei dati sull’occupazione e dei prezzi deprime i rendimenti USA ...

Curve dei rendimenti di swap

in percentuale



Nota: per le scadenze a tre, sei e dodici mesi di dollaro USA e yen, Libor; per le scadenze a tre e sei mesi dell'euro, tasso sui depositi in euro.

Fonte: Bloomberg.

Grafico 1.5

alle aspettative degli operatori. A comprimere i rendimenti sono parimenti intervenute le evidenze di modesti prezzi alla produzione, nonché alcune dichiarazioni rese ai primi di gennaio da funzionari della Federal Reserve, da cui si deduceva che la banca centrale USA non avrebbe aumentato i tassi se non in presenza di rischi inflazionistici, all'epoca ritenuti remoti.

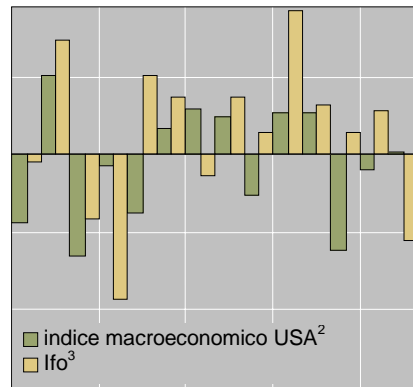
I rendimenti in altri importanti mercati del reddito fisso hanno subito cali meno pronunciati, sebbene la dinamica delle curve abbia tendenzialmente rispecchiato quella del dollaro USA (grafico 1.5). Sul mercato dell'euro i rendimenti sono diminuiti in dicembre e agli inizi di gennaio malgrado i positivi annunci macroeconomici concernenti l'area (grafico 1.6). Alla base di ciò potrebbe esservi anche l'apprezzamento dell'euro, che molti operatori sono sembrati associare alle più basse prospettive di crescita. In Giappone i rendimenti sono calati fino a febbraio inoltrato di fronte al persistente contesto deflazionistico messo in luce dagli indicatori economici, nonostante il sorprendente vigore della ripresa. Nel contempo, la ridotta volatilità implicita dei titoli di Stato nipponici indicava come l'incertezza che aveva accompagnato la brusca ondata di vendite obbligazionarie a metà del 2003 fosse considerevolmente diminuita (grafico 1.7).

A fine gennaio alcuni fattori che avevano contribuito a mantenere bassi i rendimenti delle obbligazioni in dollari hanno cominciato a perdere peso. Il deterioramento dei conti pubblici USA sarebbe tornato a destare l'attenzione dei mercati il 23 gennaio, quando i rendimenti sono saliti di quasi 10 punti base alla notizia che il Tesoro stava valutando la possibilità di introdurre un titolo ventennale indicizzato all'inflazione. Ma ancor più importante è stata, il 28 gennaio, la modifica del linguaggio circa l'indirizzo monetario espansivo

... che tornano momentaneamente a crescere dopo la riunione della Fed

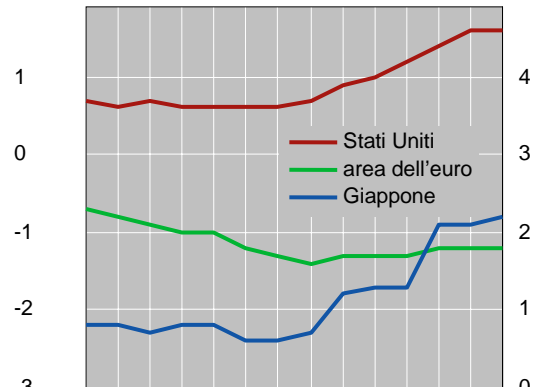
Dati macroeconomici e previsioni di crescita

“Sorprese” su dati macroeconomici¹



gen. 03 apr. 03 lug. 03 ott. 03 gen. 04

Previsioni di crescita per il 2004⁴



gen. 03 apr. 03 lug. 03 ott. 03 gen. 04

¹ Indici normalizzati delle “sorprese”, definite come differenza fra le cifre effettive e le previsioni prevalenti. Le osservazioni sono posizionate nel mese in cui sono state pubblicate le cifre effettive. ² Media ponderata degli indici normalizzati delle “sorprese” relativi ai seguenti annunci: indagine dell’ISM; occupazione nei settori non agricoli; vendite al dettaglio; prezzi alla produzione; prezzi al consumo. ³ L’indice tedesco Ifo si basa sull’indagine dell’Institut für Wirtschaftsforschung sul clima di mercato. ⁴ Variazioni percentuali rispetto all’anno precedente. Le previsioni sono pubblicate mensilmente da Consensus Economics. Le osservazioni sono posizionate alla fine del mese in cui è stata effettuata la previsione.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; elaborazioni BRI.

Grafico 1.6

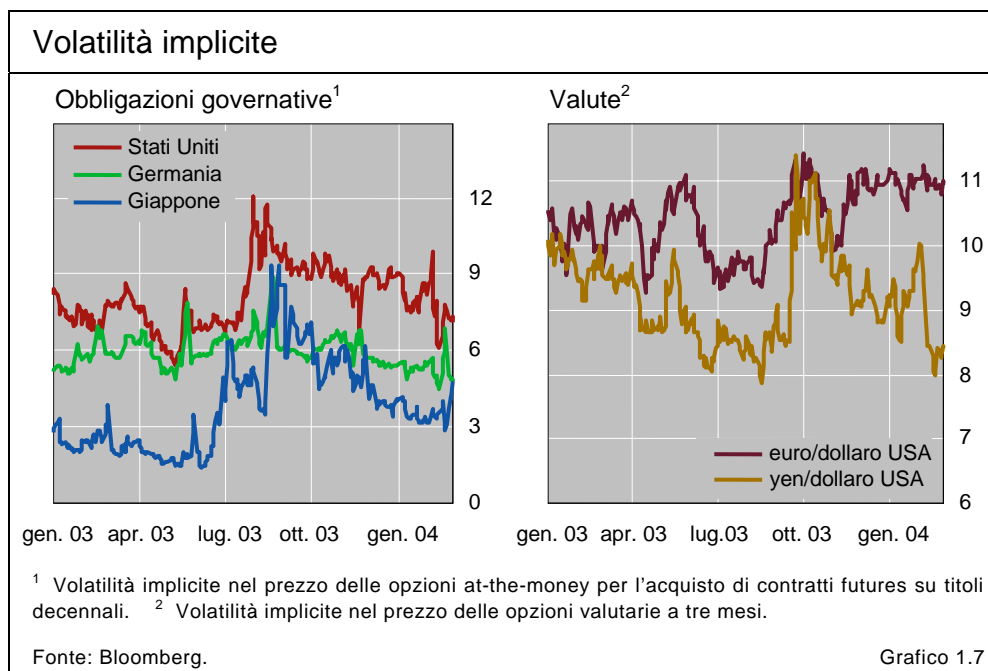
della Fed, con cui questa ha lasciato cadere l’accento al “considerevole periodo di tempo” inserendo un riferimento alla “pazienza”. Per breve tempo, tale modifica ha anticipato presso la maggior parte degli operatori le aspettative di un aumento dei tassi ufficiali nel 2004. Nondimeno, il sostenuto rialzo dei rendimenti ha segnato una secca battuta d’arresto il 6 febbraio con la pubblicazione di un rapporto peggiore del previsto sull’occupazione USA, che stigmatizzava ancora una volta come il mercato del lavoro statunitense stentasse ad accompagnare pienamente la ripresa.

Nonostante il basso livello dei rendimenti nominali sui titoli in dollari a più lunga scadenza, l’inclinazione della struttura a termine è rimasta accentuata rispetto ai parametri storici. Ad esempio, nella prima parte del 2004 lo scarto fra i tassi a 10 anni e quelli a tre mesi ha continuato a superare i 300 punti base, più del doppio della media dal gennaio 1990. Questo profilo della curva può considerarsi ampiamente riconducibile alle attese di una modifica nell’orientamento monetario oltre il breve termine, così come all’aumento dei premi di rischio indotto dall’incertezza circa tale orientamento. In effetti, a differenza dei titoli di Stato giapponesi, la volatilità implicita sui Treasuries decennali è rimasta su livelli relativamente elevati (grafico 1.7).

L’apprezzamento dell’euro suscita nuovi timori

Al volgere dell’anno un’eccezionale volatilità ha caratterizzato i mercati dei cambi, specie quelli dell’euro. Il forte apprezzamento dell’euro nei confronti del dollaro, cominciato in novembre, si è ulteriormente intensificato agli inizi di

La forza dell’euro suscita crescenti preoccupazioni ...



gennaio, contribuendo a una ripresa degli scambi di derivati valutari (cfr. “Il mercato degli strumenti derivati”). In seguito, e più precisamente il 12 gennaio, le considerazioni del Presidente della BCE riguardo a una “brutale” evoluzione dell’euro sono state interpretate come un segnale dell’apprensione delle autorità finanziarie europee ai massimi livelli, concorrendo a un temporaneo arresto della rapida crescita della moneta unica (cfr. grafico 1.8 a pag. 12). Ciò nonostante, la volatilità implicita del cambio euro/dollaro è rimasta alta, a indicazione delle notevoli incertezze circa la possibilità che un euro in ascesa possa continuare a sostenere l’urto dell’aggiustamento degli squilibri esterni USA (grafico 1.7).

Le pressioni al rialzo sulle valute asiatiche rispetto al dollaro USA hanno continuato a essere fonte di preoccupazione in molti paesi asiatici. Le autorità finanziarie del continente hanno seguito ad accumulare riserve in dollari nel 2004 in conseguenza dei loro interventi valutari volti ad arginare tali pressioni. Secondo molti osservatori, questo accumulo potrebbe essere anche un fattore tecnico che agisce sui rendimenti in dollari mantenendoli su bassi livelli, anche se la direzione e l’entità del nesso di causalità sono tutt’altro che chiare (cfr. il riquadro seguente). Nel caso del Giappone gli interventi sui mercati dei cambi, già ingenti nel 2003, sono ulteriormente aumentati: le vendite di yen hanno raggiunto la cifra record di ¥7 trilioni nel solo mese di gennaio. Il 20 gennaio l’inatteso innalzamento da parte della Bank of Japan dell’intervallo obiettivo per i depositi in conto corrente è stato interpretato come un sostegno alle iniziative del governo volte a rallentare l’apprezzamento dello yen. La Cina ha continuato ad accumulare riserve al ritmo di oltre \$10 miliardi al mese per mantenere l’ancoraggio del renminbi, dando luogo a nuove speculazioni su una sua possibile rivalutazione, che si sono riflesse nei mercati a termine (grafico 1.8). Le autorità coreane hanno adottato misure per contenere gli scambi offshore di derivati valutari, ritenendoli in parte responsabili delle spinte al rialzo sul won.

... mentre continuano gli interventi delle autorità asiatiche a sostegno del dollaro

Rendimenti dei Treasuries e disponibilità ufficiali estere di obbligazioni USA

Robert McCauley e Guorong Jiang

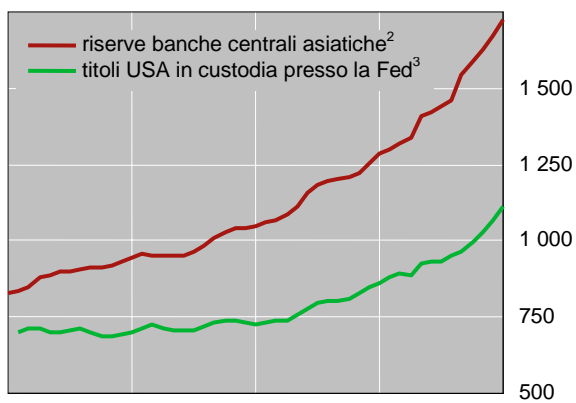
Nel quadro del processo volto a contrastare l'apprezzamento delle loro monete, le banche centrali asiatiche hanno di recente accumulato ingenti disponibilità di riserve valutarie. Un'ampia quota di tali riserve è denominata in dollari USA, e molte banche centrali investono in titoli del Tesoro e di agenzie federali statunitensi buona parte delle loro disponibilità in dollari. Sebbene tali titoli non siano necessariamente custoditi presso la Federal Reserve, gli operatori cercano di monitorarne attentamente l'andamento dal rapporto settimanale della Fed sulle variazioni nelle disponibilità di titoli negoziabili da essa detenute in custodia per conto di organismi ufficiali esteri e internazionali (statistiche H.4.1). I titoli del Tesoro e di agenzie federali iscritti nei conti d'ordine della Fed hanno cominciato ad aumentare rapidamente dagli inizi del 2002, in coincidenza con l'inizio del deprezzamento del dollaro (cfr. grafico).

Gli effetti e la sostenibilità di tali flussi costituiscono oggi un importante argomento di discussione tra gli operatori. Molti di costoro sono convinti che siano proprio questi flussi a mantenere bassi i tassi di interesse USA a lungo termine, e che un'eventuale interruzione – se non un'inversione – dei flussi ufficiali asiatici potrebbe perturbare il mercato obbligazionario. Gli investimenti ufficiali nei mercati USA del reddito fisso potrebbero incidere sul segmento a lunga della curva, essendo attualmente concentrati sui titoli del Tesoro e delle agenzie provvisti di cedola, anziché sui più tradizionali Treasury bill[Ⓞ]. Altri operatori minimizzano tuttavia la significatività degli acquisti delle banche centrali asiatiche, mettendo invece in risalto – quali determinanti dei tassi di interesse USA – fattori più di fondo, oltre che gli afflussi privati. Per cercare di chiarire tale controversia ci siamo spinti oltre le inferenze, spesso indirette, basate sulle deviazioni dai rendimenti di equilibrio o sugli scarti di rendimento tra swap e titoli del Tesoro, utilizzando piuttosto l'analisi di regressione per verificare l'ipotesi di una relazione negativa tra investimenti delle banche centrali in titoli USA e rendimenti di questi ultimi, e considerando spiegazioni alternative dei risultati osservati.

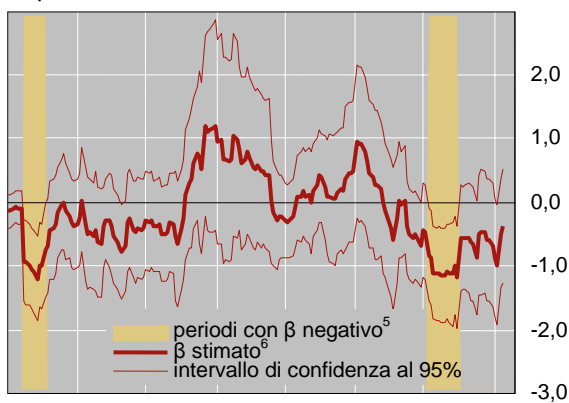
Si possono riscontrare alcune evidenze preliminari di questa relazione negativa, che appaiono peraltro disomogenee se non anche, a un esame più approfondito, più deboli. Una semplice regressione delle variazioni settimanali dei rendimenti dei Treasuries decennali sulla variazione settimanale delle disponibilità in custodia genera sì una relazione statisticamente significativa, ma solo per un breve e determinato periodo dello

Disponibilità ufficiali estere di obbligazioni USA

Riserve valutarie¹



Impatto sui rendimenti dei Treasuries⁴



gen. 00 gen. 01 gen. 02 gen. 03 gen. 04 lug. 00 lug. 01 lug. 02 lug. 03

¹ In miliardi di dollari USA. ² Riserve valutarie detenute da Cina, Corea, Giappone, Hong Kong SAR, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ³ Titoli del Tesoro e delle agenzie federali USA detenuti in custodia presso la Federal Reserve per conto di organismi ufficiali, ivi comprese banche centrali asiatiche e di altre regioni. ⁴ Stimato in base a una regressione mobile di 26 settimane della variazione settimanale nei rendimenti delle obbligazioni decennali del Tesoro USA rispetto alla variazione dei titoli di istituzioni ufficiali detenuti in custodia; in punti base, per una variazione di \$1 miliardo nelle disponibilità ufficiali estere in custodia. ⁵ Periodi in cui il coefficiente β risultante dalla regressione bivariata è significativo al livello del 95%. ⁶ Sulla variazione delle disponibilità in custodia.

Fonti: Federal Reserve USA; Fondo monetario internazionale; Bloomberg; elaborazioni BRI.

[Ⓞ] Secondo i dati forniti dal sistema di rilevazione del Tesoro USA (US Treasury International Capital), nel biennio 2002–03 gli acquisti ufficiali di titoli con cedola del Tesoro e delle agenzie federali sono stati il triplo di quelli di Treasury bill; tale proporzione è simile a quella che emerge dall'indagine per il 2000 impiegata come riferimento (cfr. Robert McCauley e Ben Fung: "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie ufficiali in dollari", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, pagg. 39–46).

scorso anno, nonostante il perdurante accumulo di riserve da parte di banche centrali asiatiche. Inoltre, modificando la metodologia impiegata si evince che tali risultati non sono particolarmente robusti.

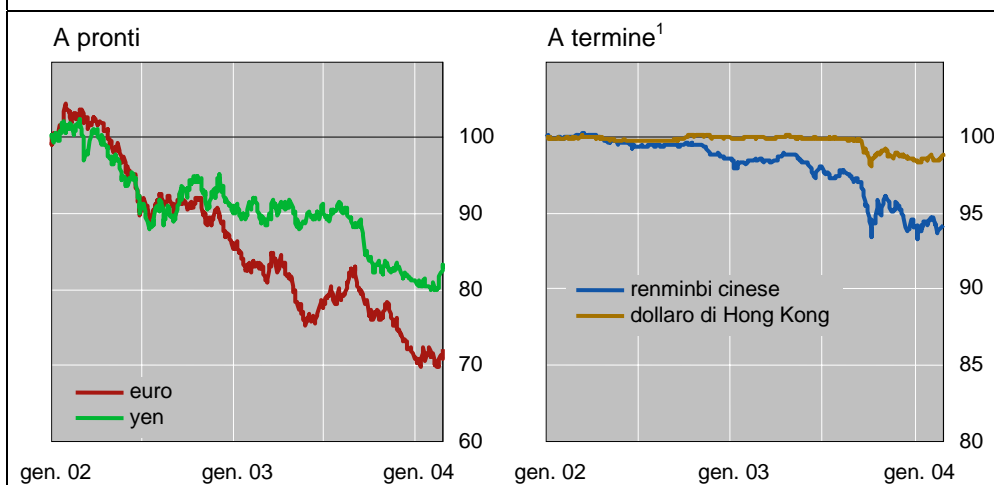
La variazione del rendimento viene misurata come variazione settimanale al valore di chiusura del martedì per raffrontarla con i dati sulle variazioni settimanali dei titoli in custodia (rilevate al mercoledì), in ragione dell'intervallo di regolamento di un giorno adottato sul mercato obbligazionario USA. Questo modo di specificare la relazione postula che il flusso stesso degli acquisti incida sui rendimenti; da test separati non emergono evidenze di effetti prodotti dall'annuncio del giovedì sui dati relativi alle disponibilità in custodia. Ciascun coefficiente (β) è stimato da una regressione (mobile) su un periodo di 26 settimane. La relazione stimata raggiunge livelli standard di significatività statistica solo tra metà luglio e fine settembre 2003 e in un periodo ancor più breve del 2000, da metà agosto a metà ottobre. In effetti, se considerate al valore nominale, le stime indicano come l'impatto degli acquisti delle banche centrali sia stato all'epoca economicamente considerevole. Un afflusso di \$1 miliardo si è accompagnato a un calo di circa 1 punto base nel rendimento decennale, a fronte di afflussi medi settimanali intorno ai \$2,3 miliardi. Si perviene a risultati pressoché equivalenti esaminando il rendimento quinquennale, una proxy forse migliore delle preferenze degli organismi ufficiali. Tali risultanze sembrerebbero confortare la percezione del mercato secondo cui gli afflussi delle banche centrali asiatiche influirebbero sui rendimenti. Tuttavia, l'impatto così stimato non andrebbe considerato al valore nominale. Un ampliamento dell'intervallo di regressione su un periodo di 52 settimane riduce l'affidabilità delle stime.

Aspetto ancor più importante, un terzo fattore potrebbe essere all'origine tanto della performance del mercato obbligazionario quanto degli investimenti delle banche centrali. In particolare, la dinamica sorprendentemente positiva dell'inflazione USA, la debole crescita dell'occupazione o indicazioni dell'atteggiamento paziente da parte della Federal Reserve nella fissazione dell'orientamento monetario potrebbero tradursi in un calo dei tassi di interesse a breve e dei rendimenti obbligazionari, un dollaro più debole, interventi delle banche centrali asiatiche e pertanto ingenti afflussi ufficiali. Di fatto, se nell'analisi di regressione viene inclusa la variazione futura a sei mesi del Libor a sei mesi quale proxy delle aspettative sui tassi di interesse a breve, il coefficiente stimato per un afflusso di \$1 miliardo si riduce da circa 1 a circa 0,7 punti base nei periodi di relazione significativa. Neanche la direzione del nesso di causalità nella relazione risulta chiara. Secondo i dati, la relazione tra variazione dei rendimenti nella settimana precedente e variazione delle disponibilità in custodia nella settimana corrente sarebbe più forte di quella tra variazioni simultanee. Questo riscontro potrebbe essere interpretato come una riprova della preponderanza delle reazioni ufficiali all'impatto di una riduzione dei rendimenti obbligazionari USA sul mercato dei cambi, rispetto a quello degli investimenti ufficiali sui mercati obbligazionari.

Le analisi condotte a tutt'oggi non hanno certamente risolto la questione dell'importanza degli acquisti di obbligazioni statunitensi da parte di banche centrali estere per i mercati del reddito fisso USA. Se l'asserita importanza ha guadagnato consensi grazie alla forza della reiterazione, robuste evidenze dirette a suo sostegno non risultano così facilmente reperibili.

Tassi di cambio del dollaro USA

1° gennaio 2002 = 100



¹ Tasso a dodici mesi; per il renminbi, tasso su NDF ("non-deliverable forward").

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Grafico 1.8

2. Il mercato bancario internazionale

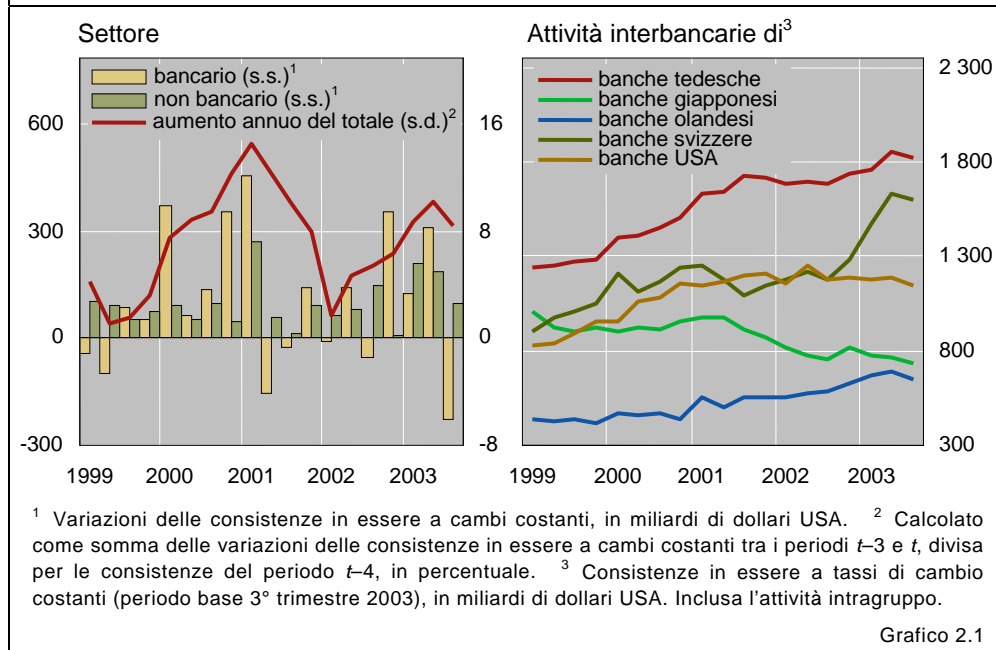
Nel terzo trimestre 2003 il mercato interbancario si è notevolmente ridotto, causando la scomparsa dai bilanci delle banche di quasi un terzo delle posizioni accumulate durante i tre trimestri precedenti. Tale evoluzione è dovuta in gran parte ai minori crediti interbancari erogati dalle istituzioni europee e statunitensi per il tramite delle dipendenze situate nel Regno Unito e nei centri offshore. Al tempo stesso sono sensibilmente aumentati i prestiti ai soggetti non bancari. Sebbene questo incremento possa essere sintomatico di una ripresa della domanda di credito delle imprese, esso è in parte dovuto ai finanziamenti realizzati nei centri offshore, il che starebbe piuttosto a indicare un'accresciuta attività degli hedge fund.

Le banche dell'area dichiarante hanno continuato a riorientare le proprie esposizioni nei confronti dei mercati emergenti verso impieghi più sicuri. Ciò si è tradotto in un aumento della quota dei crediti al settore pubblico, in un certo disimpegno dall'America latina a favore di creditori giudicati meno rischiosi e in un ulteriore miglioramento del rating medio del portafoglio complessivo degli investimenti nell'area emergente. Inoltre, la crescita dei trasferimenti netti di rischio da alcune regioni fa ritenere che gli istituti bancari ricerchino in misura crescente garanzie di terzi a fronte dei crediti erogati ai mercati emergenti. Nel terzo trimestre l'aumento dei depositi collocati presso le banche dell'area dichiarante ha superato il volume dei nuovi crediti, dando luogo a un deflusso netto complessivo di fondi dai mercati emergenti. Gli afflussi netti verso i paesi dell'Europa emergente hanno infatti solo in parte compensato i deflussi netti dall'Asia-Pacifico e dall'America latina.

Contrazione del mercato interbancario con l'affluire dei crediti ai prenditori finali

Dopo l'espansione registrata durante i precedenti nove mesi, nel terzo trimestre 2003 i prestiti interbancari sono decisamente diminuiti, segnando forse l'avvio di una fase ciclica di contrazione dell'attività su questo mercato. Nel trimestre in esame è stato liquidato circa un terzo delle posizioni in essere, soprattutto ad opera delle banche statunitensi ed europee. Al tempo stesso, alcuni sistemi bancari hanno accresciuto i crediti ai soggetti non bancari, in particolare negli Stati Uniti e in Germania. Su base non stagionalizzata, la

Credito internazionale in base al settore e alla nazionalità delle banche



riduzione dei flussi interbancari ha comportato, per la prima volta nell'anno, un calo nello stock complessivo di attività internazionali in essere, la cui crescita su base annua è così scesa all'8%, rispetto al 10% del trimestre precedente (grafico 2.1, diagramma di sinistra).

Contrazione record del credito interbancario

Nel terzo trimestre 2003, i crediti verso altre banche, solitamente la principale componente dei flussi trimestrali, sono notevolmente diminuiti (grafico 2.1, diagramma di sinistra). La flessione di tali prestiti (compresi quelli intragrappo), pari a \$259 miliardi, ha dato luogo alla maggiore contrazione mai registrata sul mercato interbancario nel periodo di rilevazione BRI. Nei precedenti tre trimestri, le attività fra banche erano cresciute di \$788 miliardi, probabilmente in seguito alla debole domanda di credito delle imprese e alle incertezze circa l'evoluzione dei tassi di interesse (tabella 2.1). Nel periodo in esame i crediti interbancari sono invece diminuiti di pressoché un terzo, soprattutto a causa della minore attività intragrappo. Nonostante la grande quantità di fondi accumulati nei precedenti mesi dell'anno, la recente contrazione sembra aver allontanato dal livello di equilibrio di lungo periodo il rapporto fra attività interbancarie e passività verso il settore non bancario (cfr. il riquadro alla pagina seguente).

Seppur generalizzata, la riduzione dell'attività interbancaria ha interessato principalmente gli istituti situati negli Stati Uniti e nel Regno Unito, e in minor misura quelli operanti in Giappone e nell'area dell'euro. Rispetto al trimestre precedente le attività verso le banche negli USA sono calate di \$59 miliardi, ossia del 5%, soprattutto a causa dei minori crediti provenienti dalle banche nel

Dopo l'espansione dei tre trimestri precedenti ...

... le posizioni si sono ridotte di un terzo nel trimestre in esame

Equilibrio di lungo periodo nel mercato interbancario

Il mercato interbancario è spesso soggetto ad ampie espansioni e contrazioni. Che cosa determina tali movimenti? I dati aggregati sulle attività bancarie internazionali indicano che parte degli aumenti nei depositi è inizialmente riciclata nel mercato interbancario, forse a causa di disallineamenti a breve termine tra domanda e offerta di fondi a livello di utilizzatori finali. Ogni volta che questi fondi sono trasferiti da una banca all'altra, entrambi i lati della transazione vengono rilevati dalle statistiche sulle attività aggregate, dilatando così i flussi interbancari. Ceteris paribus, un aumento permanente dei depositi dovrebbe (in ultima istanza) tradursi in un corrispondente aumento permanente delle attività verso i prenditori non bancari^①. Nel breve periodo, tuttavia, è possibile che lo stock di attività interbancarie ritorni solo gradualmente al suo livello di equilibrio rispetto allo stock di passività, man mano che i fondi fuoriescono dal mercato interbancario.

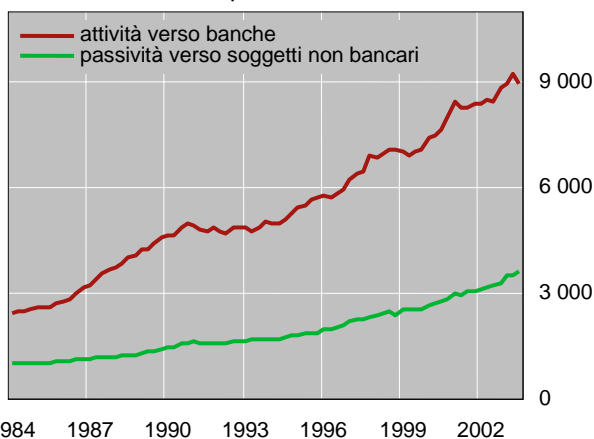
Tenendo presente tale funzione del mercato interbancario, in questo riquadro si considera la relazione di lungo periodo tra il volume delle posizioni fra banche e quello delle passività bancarie verso i fornitori di fondi. Tale analisi può risultare utile per determinare se una forte contrazione dei prestiti interbancari, come quella verificatasi nel terzo trimestre, rappresenta un passo verso l'equilibrio di lungo termine oppure un nuovo shock per il sistema. Più in generale, vengono affrontate questioni connesse con le dimensioni relative del mercato, ossia: per ogni dollaro di provvista bancaria, quanti dollari compaiono nel mercato interbancario via via che questo dollaro viene trasferito da un soggetto all'altro? tale rapporto si è modificato nel tempo con la progressiva globalizzazione delle banche?

La schematizzazione proposta più sopra richiama una relazione statistica nota come "cointegrazione". Il modello qui impiegato considera le passività delle banche nei confronti di soggetti non bancari (principalmente depositi di governi e del settore privato) e lo stock di attività verso altre banche (una misura delle dimensioni del mercato interbancario), postulando che queste variabili tendano a gravitare verso una relazione di equilibrio a seguito di shock subiti dal sistema. Tenuto conto dei trend temporali, le stime dei parametri che definiscono questa relazione di lungo periodo possono chiarire se ampi movimenti nei flussi di attività rappresentano o meno un ritorno all'equilibrio.

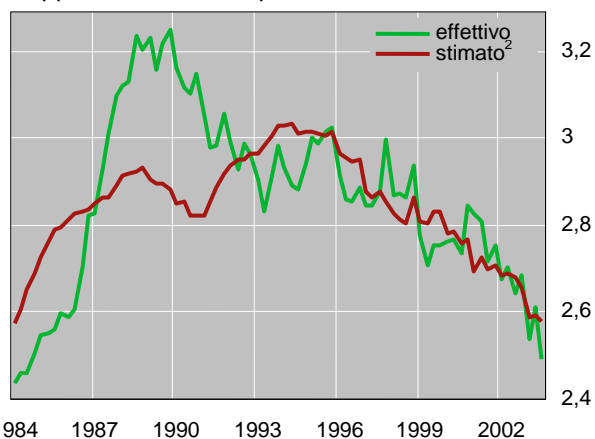
Le caratteristiche generali delle dimensioni del mercato interbancario sono riassunte nel grafico. Come mostra il diagramma di sinistra, negli ultimi due decenni sono costantemente cresciute sia le attività verso banche, sia le passività verso soggetti non bancari^②. Le dimensioni del mercato

Relazione di lungo periodo tra attività interbancarie e passività verso soggetti non bancari

Stock di attività e di passività¹



Rapporto tra attività e passività



¹ In miliardi di dollari USA. ² Basato su un modello di cointegrazione che include una costante e una variabile per il trend temporale.

^① Dal momento che il mercato bancario internazionale non costituisce un sistema chiuso, anche i movimenti nei mercati nazionali del credito avranno un impatto sui flussi creditizi internazionali. ^② L'analisi si basa sui dati di 24 paesi dichiaranti che forniscono regolari segnalazioni dal quarto trimestre 1983. Lo stock di attività/passività è calcolato come somma delle consistenze in essere di attività/passività verso l'estero di questi 24 paesi, corrette per gli effetti di cambio. Pertanto, a causa dell'esclusione di alcuni paesi dichiaranti, i dati riprodotti nel grafico non corrisponderanno esattamente a quelli segnalati altrove.

interbancario sono state, in media, pari a due volte quelle delle passività verso gli operatori non bancari, anche se a partire dai primi anni novanta tale rapporto è andato calando (cfr. diagramma di destra). Benché in certa misura ciò sia probabilmente dovuto al ridimensionamento delle banche giapponesi negli ultimi dieci anni, è possibile che vi abbiano contribuito anche altri fattori, di natura più strutturale. Ad esempio, il processo di globalizzazione e di consolidamento (nonché forse l'aumento dell'attività nei centri offshore) che hanno interessato il mercato bancario internazionale nel corso degli anni novanta potrebbero aver portato a maggiori economie nell'allocazione dei fondi, grazie alla più estesa presenza globale delle banche commerciali. In linea con tale ipotesi, nello stesso periodo è cresciuta la quota delle operazioni intragruppo sul totale delle attività interbancarie.

La relazione di più lungo periodo tra attività verso banche e passività verso soggetti non bancari implicita nei dati fa ritenere che la forte contrazione del terzo trimestre 2003 potrebbe aver rappresentato un allontanamento dall'equilibrio, piuttosto che uno smaltimento dell'accumulo di attività interbancarie degli ultimi trimestri. Per quanto l'evidenza non sia affatto probatoria, nel diagramma di destra del grafico la stima del rapporto di lungo termine tra le due grandezze è messa a confronto con il loro rapporto effettivo[®]. La diminuzione di quest'ultimo rispecchia l'ingente calo dei prestiti interbancari nel terzo trimestre 2003. Sebbene per lo stesso periodo si osservi una flessione anche nel rapporto di equilibrio stimato, quella del rapporto effettivo è ben maggiore, a indicazione che, rispetto ai tre trimestri precedenti, il sistema si è ulteriormente allontanato dal livello di equilibrio.

[®] Le stime si basano su un semplice modello di correzione dell'errore che incorpora una costante e un trend temporale e utilizza i dati disponibili fino al terzo trimestre 2002. Anche altri modelli più sofisticati, che includono lo stock di attività verso soggetti non bancari come variabile endogena del sistema, indicano che nel terzo trimestre 2003 il rapporto effettivo e il rapporto implicito di equilibrio tra attività interbancarie e passività verso soggetti non bancari hanno seguito andamenti divergenti.

Regno Unito, nell'area dell'euro, in Svizzera e nei centri offshore. Anche le posizioni creditorie verso le banche nel Regno Unito hanno subito un forte calo, pari a \$71 miliardi, dovuto alla riduzione per complessivi \$31 miliardi dei crediti concessi dalle istituzioni dell'area dell'euro, cui si sono aggiunti i \$18 miliardi ritirati dai centri offshore. Nell'insieme dell'area dell'euro i prestiti interbancari sono diminuiti di \$24 miliardi, mentre i finanziamenti alle banche in Giappone si sono contratti di \$49,5 miliardi, specie per effetto delle ridotte operazioni con banche nel Regno Unito¹.

La contrazione si fa sentire nei maggiori centri finanziari

Quali sistemi bancari nazionali hanno svolto un ruolo preminente nella riduzione dell'attività interbancaria? Nel complesso, si è trattato in gran parte delle banche *situate* nei maggiori centri finanziari o nei centri offshore, come accade solitamente nei casi di forti contrazioni su questo mercato. Tuttavia, solo una minima parte della variazione del terzo trimestre è attribuibile alle banche *con sede* nei suddetti centri. Circa un quarto del calo complessivo dei crediti interbancari va ascritto alle banche nel Regno Unito e un ulteriore 17% a quelle nei centri offshore². Tuttavia, le banche di nazionalità britannica vi hanno

Le banche riducono i crediti interbancari dagli uffici nel Regno Unito ...

¹ Il credito tra banche all'interno dell'area dell'euro è di fatto aumentato di \$9 miliardi, un'espansione comunque modesta rispetto a quelle degli ultimi trimestri.

² Nel complesso, circa il 90% della flessione dell'attività interbancaria è dovuta a operazioni intragruppo. Le dipendenze nel Regno Unito delle banche britanniche hanno accresciuto i crediti interbancari di \$5 miliardi, contribuendo a un aumento di \$14 miliardi nell'attività complessiva delle banche britanniche.

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI

variazioni delle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA¹

	2001	2002		2003			Stock a fine sett. 2003	
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.		3° trim.
Attività totali	859,2	742,0	92,9	366,9	335,8	494,4	-132,8	14 929,9
settore bancario	417,1	438,9	-54,6	356,0	123,3	308,4	-229,6	9 572,2
settore non bancario	442,1	303,1	147,5	10,8	212,5	186,0	96,8	5 357,7
Prestiti: settore bancario	362,8	408,1	-65,3	433,4	98,1	322,7	-259,1	8 202,6
sett. non bancario	249,2	93,1	67,1	-16,2	167,1	14,7	64,9	2 887,1
Titoli: settore bancario	27,3	36,3	8,4	-51,9	18,7	-4,7	18,1	958,1
sett. non bancario	201,4	202,2	98,8	27,9	55,2	133,0	12,5	2 217,0
Attività totali per valuta:								
Dollaro USA	422,7	320,8	-114,4	201,9	93,8	251,9	-90,0	6 008,7
Euro	439,6	463,0	201,1	119,1	226,8	206,1	-3,0	5 408,6
Yen	-65,5	-40,0	16,6	19,4	-16,2	-25,6	-0,3	751,6
Altre valute ²	62,3	-1,8	-10,4	26,5	31,4	63,0	-39,5	2 761,0
Settore non bancario, per residenza:								
Economie avanzate	384,8	303,1	134,2	64,2	158,8	160,2	80,2	4 166,3
Area dell'euro	139,0	118,4	49,7	7,2	55,4	67,6	52,1	1 891,3
Giappone	-3,7	4,1	-0,4	0,5	21,5	15,6	6,5	179,8
Stati Uniti	183,4	153,1	59,1	59,1	25,8	60,0	17,0	1 407,4
Centri offshore	55,0	18,9	16,7	-28,2	80,8	18,9	10,3	613,8
Economie emergenti	2,5	-16,5	2,4	-23,8	-6,4	3,3	5,6	527,7
Non classificate ³	-0,1	-3,5	-5,8	-1,3	-20,8	3,6	0,6	49,9
<i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i>	<i>84,1</i>	<i>52,4</i>	<i>-26,8</i>	<i>36,9</i>	<i>184,1</i>	<i>83,0</i>	<i>49,4</i>	<i>2 073,6</i>

¹ Non depurate degli effetti stagionali. ² Comprese quelle non classificate. ³ Comprese le attività verso organizzazioni internazionali. ⁴ Attività in valuta verso residenti del paese in cui è domiciliata la banca dichiarante. Tabella 2.1

contribuito solo in misura marginale. Come mostra la tabella 2.2, la maggiore flessione dell'attività interbancaria è stata di fatto registrata dalle banche olandesi, che hanno ridotto le proprie posizioni creditorie soprattutto attraverso gli sportelli nazionali e le dipendenze nel Regno Unito. Anche le istituzioni statunitensi, tedesche, giapponesi e svizzere hanno registrato forti riduzioni dell'attività interbancaria, soprattutto presso le rispettive unità situate nel Regno Unito o nei centri offshore³.

³ La scomposizione per sistemi bancari nazionali mostra come anche le banche che non hanno contabilizzato operazioni tramite dipendenze situate nel Regno Unito (ossia banche svedesi, tedesche, canadesi e statunitensi) abbiano in genere fatto maggior ricorso ai centri offshore. Nel terzo trimestre 2003 il volume dell'attività contabilizzata attraverso gli sportelli nel Regno Unito è stato pressoché analogo a quello registrato nei passati trimestri di forte contrazione del mercato interbancario. Inoltre, come prevedibile, circa la stessa quota dell'attività complessiva durante l'espansione dei tre trimestri precedenti era stata contabilizzata attraverso gli sportelli situati in questo paese.

ContraZIONE delle attività interbancarie in base alla residenza delle dipendenze						
	Attività verso banche ¹	Quota percentuale ² delle dipendenze in				
		Paese di origine	Germania	Stati Uniti	Regno Unito	Centri offshore
ContraZIONE più recente: totale generale per il 3° trim. 2003	-194,6	66,7	13,7	12,8	26,2	16,9
Banche con sede in:						
Paesi Bassi	-48,1	52,2	-2,0	13,6	34,8	25,5
Stati Uniti	-46,7	63,5	5,1	63,5	10,2	31,7
Germania	-38,8	44,0	44,0	14,2	20,9	67,3
Giappone	-34,4	46,9	14,1	13,3	38,8	-17,6
Svizzera	-30,7	77,4	-7,4	-18,8	61,0	-11,5
Svezia	-21,5	50,0	4,6	12,6	-1,6	26,3
Finlandia	-15,6	51,2	0,0	0,0	37,4	11,4
Canada	-12,7	18,7	-2,0	47,9	-21,2	50,5
Italia	-12,1	13,5	18,7	-4,3	4,8	9,0
Danimarca	-8,9	98,3	-4,1	0,0	-17,6	18,9
Totale paesi summenzionati	-269,5	53,2	8,8	18,1	23,6	22,3
Precedenti contraZIONI: totale generale per il 2° trim. 1999	-88,3	56,5	-13,9	-53,6	34,4	-17,0
totale generale per il 2° trim. 2001	-153,0	43,5	-8,9	-3,2	38,5	28,3
Recente espansione: totale generale per il periodo 4° trim. 2002 – 2° trim. 2003	1 073,5	44,8	16,1	14,3	39,0	5,2

¹ Variazioni a tassi di cambio costanti nelle attività verso banche, compresa l'attività intragruppo. In miliardi di dollari USA. ² Valori negativi indicano un incremento delle attività (salvo nel caso della recente espansione). Tabella 2.2

Non tutti i sistemi bancari nazionali che avevano partecipato alla fase espansiva hanno liquidato le proprie posizioni nel terzo trimestre, o almeno non in misura proporzionale al precedente accumulo di fondi. Ad esempio, i sistemi francese e britannico, che erano risultati fra i primi dieci prestatori di fondi durante il periodo di crescita, hanno sostanzialmente mantenuto le proprie posizioni, mentre oltre il 50% dei fondi collocati nel mercato interbancario dagli istituti svizzeri, tedeschi, italiani, danesi e olandesi è tuttora alla ricerca di prenditori finali.

I prestiti sono diretti ai mutuatari privati

In concomitanza con la contraZIONE dell'attività interbancaria, nel terzo trimestre 2003 si è assistito a una ripresa dei crediti al settore non bancario, saliti complessivamente di \$97 miliardi. Tale importo risulta piuttosto modesto se raffrontato agli ultimi trimestri, ma è comunque degno di nota, in quanto

... e convogliano
fondi verso i
mutuatari non
bancari

deriva soprattutto dai maggiori prestiti piuttosto che da operazioni pronti contro termine e da investimenti in titoli pubblici o di altro tipo. I nuovi finanziamenti (\$65 miliardi) sono affluiti per circa un terzo ai mutuatari non bancari statunitensi, seguiti da quelli tedeschi e britannici.

Il credito al settore privato non bancario ...

Per quanto un aumento dei prestiti ai soggetti non bancari – specie se diretto verso il *settore privato* – possa denotare una maggiore domanda di credito delle imprese, di fatto non vi sono stati chiari riscontri in tal senso (cfr. anche il “Quadro generale degli sviluppi” a pag. 1). Dalle statistiche BRI su base consolidata, che compensano le posizioni intragruppo, emerge come diversi sistemi bancari abbiano in effetti operato una riallocazione dei portafogli a scapito di settore pubblico e banche, e in favore di soggetti privati non bancari, un aspetto importante che era stato assente nel primo trimestre 2003, allorché l’aumento delle attività verso il settore non bancario era stato insolitamente elevato. Tuttavia, tale ricomposizione dei portafogli si è concentrata solo in pochi sistemi bancari e rispecchia in parte un aumento dei prestiti a operatori privati non bancari situati nei centri offshore, il che indicherebbe piuttosto una più intensa attività degli hedge fund⁴.

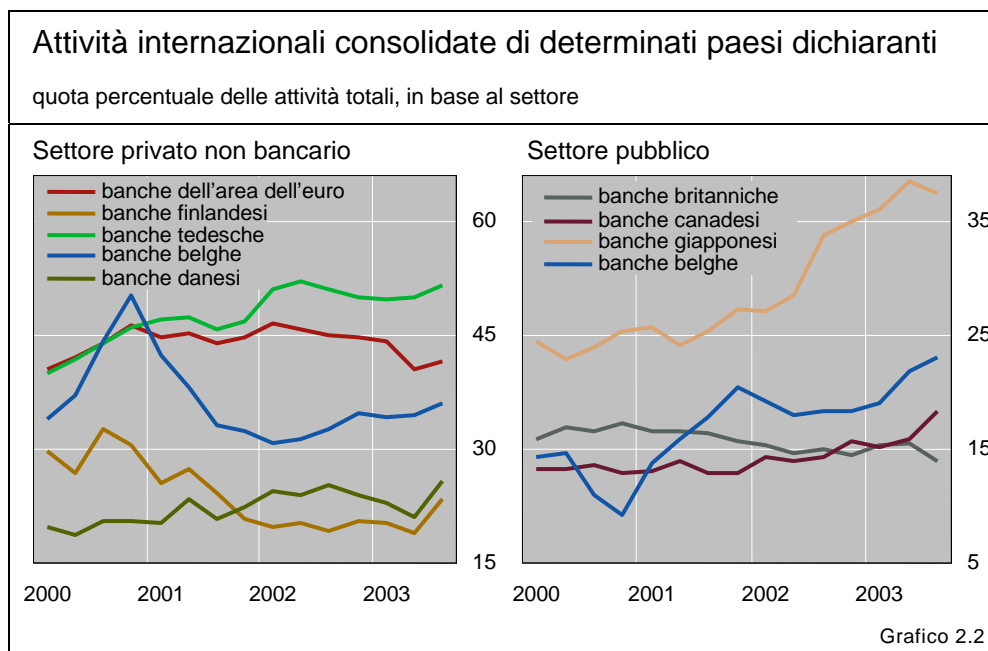
Il riposizionamento dei portafogli in favore del settore privato non bancario sembra essere stato particolarmente pronunciato nel caso delle banche europee (grafico 2.2, diagramma di sinistra). Nel complesso, la quota dei prestiti erogati dalle banche nell’area dell’euro a tale settore è salita al 39% delle loro attività internazionali totali (dal 38% del trimestre precedente), mentre è corrispondentemente diminuita l’incidenza dei crediti interbancari. Degna di particolare nota è stata la riallocazione dei portafogli delle banche tedesche, che hanno incanalato ingenti fondi verso prenditori privati non bancari residenti in Giappone e nell’area dell’euro, specie nei Paesi Bassi, in Francia e in Italia. Grazie anche all’espansione dei crediti ai residenti nei paesi in via di sviluppo e nei centri offshore, le attività internazionali delle banche tedesche verso il settore privato non bancario sono salite a \$993 miliardi, pari al 51,5% delle loro attività internazionali totali (contro il 50% dei tre trimestri precedenti)⁵.

... riflette in parte l’attività nei centri offshore

Le banche giapponesi hanno ridotto le proprie disponibilità in titoli pubblici esteri, forse in risposta all’improvviso rialzo dei tassi di interesse durante il

⁴ I crediti a mutuatari non bancari nei centri offshore sono aumentati di \$6 miliardi, cifra che sale a \$15,2 miliardi se si esclude la riduzione relativamente cospicua dei crediti di un singolo paese dichiarante nei confronti di uno specifico centro offshore. Secondo le statistiche BRI su base consolidata, nel terzo trimestre le attività internazionali verso i centri offshore hanno raggiunto \$799 miliardi e sono state dirette per il 72% a mutuatari privati non bancari (contro il 71% del periodo precedente e il 69% di un anno prima). Inoltre, è proseguita la tendenza al rialzo delle attività verso il settore privato non bancario dei centri offshore, pari nel terzo trimestre a oltre il 14% delle attività complessive verso il settore.

⁵ Nel più lungo periodo, la quota delle attività verso il settore privato non bancario riconducibile alle banche tedesche è andata costantemente aumentando; nel periodo in esame essa aveva raggiunto il 27% delle attività internazionali totali verso il settore, contro il 25% di un anno prima e il 22% del terzo trimestre 2000.



trimestre⁶. Come indicato dalle statistiche BRI su base consolidata, le vendite di titoli di Stato dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno fatto scendere a \$387 miliardi le attività internazionali delle banche nipponiche verso il settore pubblico; nel caso degli USA esse sono passate a \$179,5 miliardi, pari al 47% delle attività internazionali totali verso il paese (contro il 47,5% del trimestre precedente), mentre la corrispondente quota per l'area dell'euro è calata dal 57 al 54%.

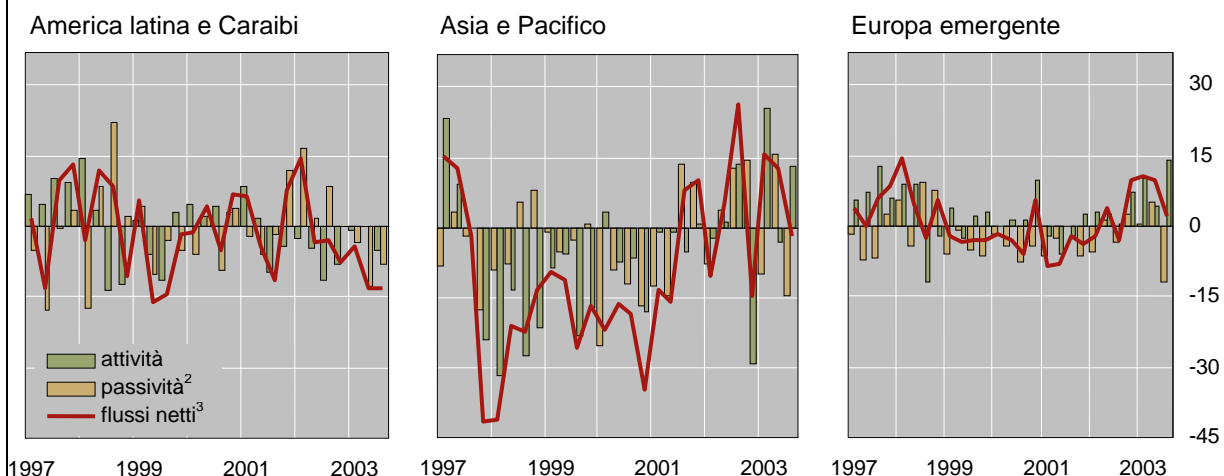
Flussi netti in uscita dai mercati emergenti per i maggiori depositi

Dopo due trimestri consecutivi di afflussi netti ai mercati emergenti, nel terzo trimestre l'aumento dei depositi collocati presso le banche dichiaranti alla BRI ha sopravanzato quello – pur sensibile – dei crediti verso la regione, provocando un deflusso netto aggregato di \$9,8 miliardi (grafico 2.3). Mentre per l'Europa emergente i nuovi crediti hanno generato flussi netti in entrata, l'espansione dei depositi di Asia-Pacifico e America latina si è tradotta in deflussi netti da entrambe le regioni. Le attività lorde complessive delle banche dichiaranti verso i mercati emergenti hanno registrato un aumento di \$20,5 miliardi, il secondo in ordine di grandezza dal terzo trimestre 1997 (tabella 2.3). Nel contempo, le corrispondenti passività sono cresciute di \$30,4 miliardi, per effetto dei maggiori depositi ad opera di banche in Brasile, Russia, India e Taiwan (Cina).

⁶ Si tratta del primo calo delle attività delle banche nipponiche verso questo settore dal primo trimestre 2002.

Flussi bancari alle economie emergenti¹

variazioni delle 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.

Grafico 2.3

Riallocazione a favore di impieghi più sicuri

Percettibile spostamento verso attività più sicure ...

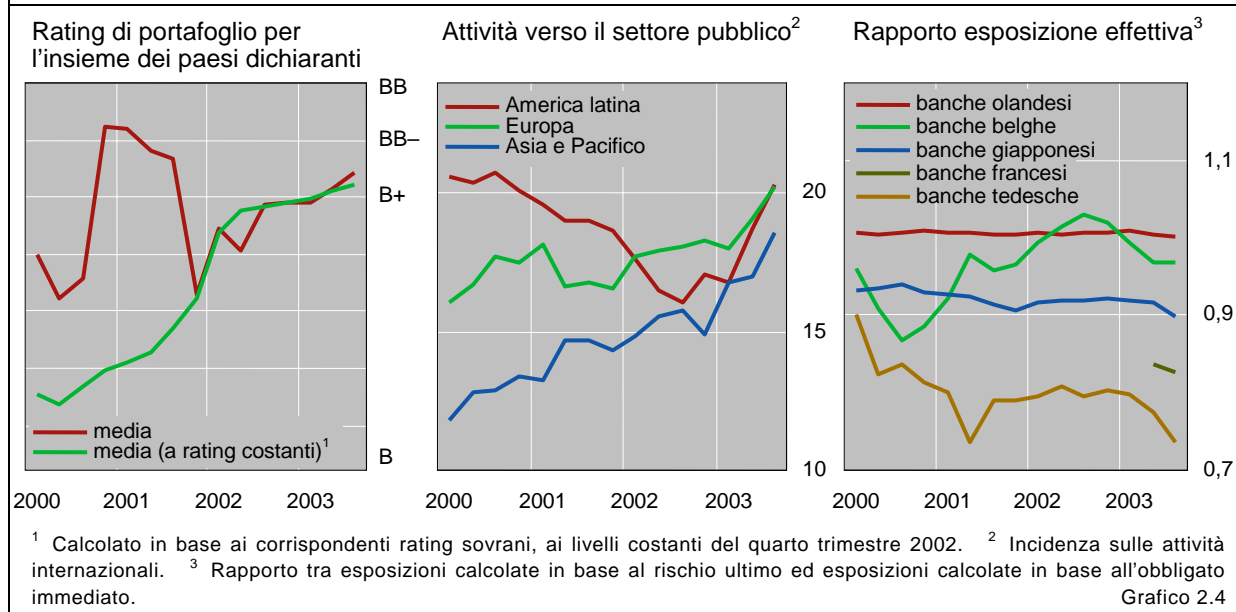
Pur espandendo le attività complessive verso i mercati emergenti, le banche hanno continuato riposizionare i portafogli in modo da ridurre il profilo di rischio. Ciò è evidenziato dal perdurare di tre tendenze di fondo già osservate nell'anno precedente, ossia il calo delle attività verso l'America latina, la maggiore incidenza di quelle verso il settore pubblico e la flessione del rapporto tra le esposizioni calcolate in base al rischio creditizio ultimo e il totale delle attività contrattuali verso i mercati emergenti (una misura dell'esposizione effettiva).

Il riorientamento verso regioni con più elevato merito di credito è avvenuto senza che si sia ridotta la quota complessiva degli impieghi nei mercati emergenti. Le attività verso l'America latina, il cui rating medio stimato (ponderato in base alle esposizioni per paese) è prossimo alla B di Standard & Poor's, sono scese al 28% delle attività totali verso l'area emergente, rispetto al 30% del trimestre precedente e al 31% di fine 2002⁷. Nel contempo, l'incidenza degli impieghi verso l'Asia-Pacifico (rating stimato vicino a BB) è aumentata dal 31 al 32%, mentre quella dei crediti verso l'Europa emergente (rating stimato tra BB e BB+) è passata dal 21 al 22%. Nel complesso, questo spostamento verso crediti di migliore qualità, a livello sia di paesi che di regioni, si è accompagnato a un continuo miglioramento del rating medio delle attività complessive dell'area dichiarante verso i mercati emergenti.

... come mostrano il miglioramento dei rating medi ...

⁷ Il rating medio del portafoglio dei mercati emergenti è calcolato come media ponderata dei rating sovrani attribuiti da Standard & Poor's ai vari paesi cui le banche dell'area dichiarante erogano finanziamenti. I pesi sono dati dal rapporto fra i crediti verso ciascun paese e i crediti complessivi, entrambi computati in base al rischio ultimo. Per maggiori dettagli sulle modalità di calcolo, cfr. la *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2003.

Portafoglio paesi emergenti delle banche dichiaranti alla BRI



Mantenendo costanti i rating sovrani assegnati da Standard & Poor's al livello del quarto trimestre 2002, il rating medio risulta essere salito al di sopra di B+ (grafico 2.4, diagramma di sinistra).

A ulteriore riprova della preferenza per esposizioni più sicure, le banche dell'area dichiarante hanno continuato a riallocare le attività dal settore privato non bancario al settore pubblico delle economie emergenti (grafico 2.4, diagramma centrale), in un contesto di forti emissioni dei governi di tali paesi e di spread decrescenti sul loro debito. Le statistiche BRI su base consolidata, che compensano le posizioni intragruppo, mostrano che l'incidenza dei finanziamenti al settore privato non bancario è calata al 52% del totale delle attività internazionali verso i mercati emergenti, segnando la terza flessione trimestrale consecutiva. Nel contempo, la percentuale delle attività verso il settore pubblico è aumentata in tutte le regioni (eccetto Africa e Medio Oriente), portandosi complessivamente al 19%, contro il 18% del secondo trimestre e il 16% dell'anno precedente.

Un'ultima tendenza in linea con la minore propensione al rischio delle banche è data dall'aumento della percentuale di attività verso i mercati emergenti assistite da garanzie di terzi. Le statistiche consolidate BRI indicano che, grazie a cospicui trasferimenti di rischio, il rapporto fra le esposizioni computate rispettivamente sulla base del rischio ultimo e sulla base dell'obbligato immediato è calato per il terzo trimestre consecutivo, dal 92 al 91% (grafico 2.4, diagramma di destra). Nell'ultimo anno sono stati particolarmente rilevanti i trasferimenti netti di rischio a fronte di crediti all'Europa emergente, al Medio Oriente e all'Africa. Nel primo caso, per effetto delle operazioni concernenti Russia, Polonia, Turchia e Ungheria, essi sono

... e i maggiori finanziamenti al settore pubblico

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

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

	Posizioni delle banche ¹	2001	2002		2003			Stock a fine sett. 2003	
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.		3° trim.
Totale ²	Attività	-27,0	-36,9	-0,3	-37,0	32,9	-3,5	20,5	963,1
	Passività	20,3	-45,9	-18,2	-11,0	10,9	-10,3	30,4	1 157,9
Argentina	Attività	-5,8	-11,8	-4,5	-2,3	-1,9	0,9	-5,3	25,5
	Passività	-16,7	0,0	0,3	0,2	0,6	0,1	-2,2	24,0
Brasile	Attività	0,9	-11,2	-3,5	-6,3	2,2	-1,7	1,0	90,7
	Passività	0,4	-8,0	-1,4	-4,3	3,3	6,6	7,7	59,4
Cina	Attività	-3,5	-12,4	4,1	-10,2	16,0	-6,4	4,9	60,5
	Passività	-6,5	-3,6	-1,0	-1,9	1,4	-11,3	1,6	86,6
Corea	Attività	-0,2	8,2	6,5	-6,4	2,3	-2,0	-1,7	74,8
	Passività	1,7	0,5	-0,4	-4,8	-0,8	-6,1	1,8	26,9
India	Attività	-1,4	-0,1	0,1	-0,2	2,1	2,4	3,4	28,5
	Passività	0,7	-1,1	-0,4	-0,9	-1,7	3,4	6,8	33,9
Indonesia	Attività	-5,4	-6,0	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-1,9	28,6
	Passività	1,1	-2,4	-0,2	-0,5	0,4	-0,1	-0,5	12,0
Messico	Attività	2,0	3,1	-1,9	0,0	-0,5	-0,1	0,8	65,4
	Passività	8,8	-11,4	-0,3	1,7	4,5	2,2	0,2	62,0
Polonia	Attività	2,3	2,9	1,1	-0,4	0,9	0,9	1,1	30,9
	Passività	2,8	-3,1	-0,8	-2,5	0,8	-1,1	-1,2	16,5
Rep. ceca	Attività	0,9	2,3	0,5	0,3	0,7	0,5	0,8	16,7
	Passività	3,4	-3,7	-1,3	-2,7	-1,8	0,1	0,2	10,5
Russia	Attività	1,3	3,6	-1,1	2,4	1,8	1,7	3,3	42,9
	Passività	5,2	9,6	4,0	2,0	5,6	-4,4	6,9	48,3
Thailandia	Attività	-3,5	-5,0	-0,5	-1,8	-0,3	0,3	0,0	19,8
	Passività	1,3	-4,6	-1,4	-1,2	2,5	-0,9	0,9	14,2
Turchia	Attività	-12,0	-2,8	-2,1	-0,1	2,4	-0,5	3,5	43,1
	Passività	-2,1	0,0	-0,2	0,5	-3,9	1,5	1,0	18,9
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi candidati alla UE³</i>	<i>Attività</i>	6,3	10,1	3,4	3,3	5,7	1,4	5,8	110,9
	<i>Passività</i>	9,9	-6,4	-1,3	-5,4	-2,1	-1,2	1,9	63,2
<i>membri dell'OPEC</i>	<i>Attività</i>	-13,7	-9,8	-4,4	-8,2	-0,3	-6,4	-1,5	124,6
	<i>Passività</i>	-2,9	-8,8	-1,1	1,5	-5,2	-11,8	-9,1	233,8

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 dell'area emergente. Per i dettagli su altri paesi, cfr. le tabelle 6 e 7 dell'Allegato statistico. ³ Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria. Tabella 2.3

aumentati nel trimestre in esame a \$37 miliardi, dai \$25 miliardi del secondo trimestre 2002⁸. Nello stesso periodo è sceso dal 79 al 72% il rapporto tra attività sulla base del rischio ultimo e sulla base dell'obbligato diretto nei portafogli delle banche tedesche, principali finanziatrici dell'Europa emergente. Analogamente, in ampia misura ad opera delle banche dell'area dell'euro, lo stesso rapporto calcolato per le attività verso Africa e Medio Oriente è passato

⁸ Queste cifre, così come quelle seguenti relative a Medio Oriente e Africa, non comprendono la Francia quale paese dichiarante a causa delle recenti modifiche nelle segnalazioni.

dal 98% del primo trimestre 2003 al 91,5% del terzo trimestre, in parte di riflesso all'aumento dei trasferimenti netti di rischio (da \$0,9 a 4,2 miliardi).

Deflussi netti dall'America latina per il sesto trimestre consecutivo

Per il sesto trimestre consecutivo l'America latina ha fatto registrare deflussi netti, dovuti sia ai minori crediti erogati dalle banche dell'area dichiarante ai residenti non bancari, sia ai maggiori depositi collocati da questi ultimi presso le stesse banche dichiaranti. Malgrado la contrazione relativamente importante delle attività verso la regione (per il nono trimestre consecutivo), la diminuzione su base annua ha continuato a rallentare, attestandosi al 5,2% (rispetto al 7,2% del trimestre precedente). Nel contempo, le passività nei confronti dell'America latina sono aumentate di \$8,2 miliardi, a fronte dei depositi effettuati dai settori sia bancario che non bancario presso le banche dichiaranti. Rilevanti sono stati il calo dei crediti verso i residenti argentini e l'aumento dei depositi di residenti brasiliani, mentre l'attività nella maggior parte degli altri paesi è risultata modesta.

Dopo l'accelerazione del trimestre precedente, le attività verso l'Argentina si sono ridotte di \$5,3 miliardi, in seguito alla ristrutturazione di varie grandi banche del paese. Si tratta della più importante flessione trimestrale durante il periodo di rilevazione BRI. Le banche nei centri offshore hanno diminuito i crediti al sistema bancario argentino di \$2,9 miliardi, annullando così parte dell'aumento del trimestre precedente, mentre quelle situate negli USA hanno ridotto i prestiti al settore non bancario. Di conseguenza, l'incidenza delle attività verso l'Argentina sul totale della regione è scesa al 9%, rispetto all'11% dei tre trimestri precedenti. Le banche nel paese hanno inoltre rimpatriato depositi per \$1,8 miliardi, soprattutto dai centri offshore, compensando così il minore afflusso di crediti.

La ristrutturazione fa diminuire i crediti all'Argentina ...

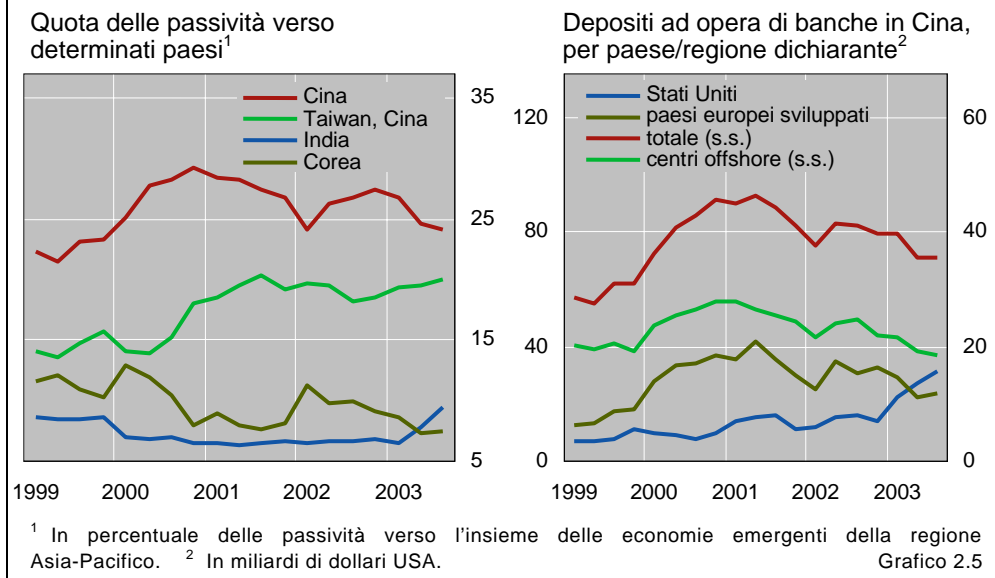
Come già avvenuto nel secondo trimestre, nel periodo sotto rassegna le banche in Brasile hanno accresciuto i depositi presso quelle dell'area dichiarante. In concomitanza con un notevole incremento dell'attività di emissione brasiliana sui mercati dei capitali, esse hanno collocato depositi per complessivi \$5,1 miliardi (la terza espansione trimestrale consecutiva) presso banche negli Stati Uniti, nel Regno Unito, nei centri offshore e nell'area dell'euro. Analogamente, la crescita dei depositi del settore non bancario brasiliano presso le banche negli USA e nei centri offshore ha determinato un deflusso netto di \$6,7 miliardi, il secondo in ordine di grandezza dal terzo trimestre 1999.

... le banche in Brasile collocano depositi all'estero ...

I depositi delle banche in India trainano i flussi netti in uscita dall'Asia-Pacifico

Durante il terzo trimestre l'aumento dei depositi presso le banche dichiaranti ha leggermente superato i nuovi prestiti all'Asia-Pacifico, determinando a livello aggregato un modesto deflusso netto per \$2,0 miliardi. In particolare, i maggiori depositi all'estero delle banche hanno fatto fuoriuscire fondi da Corea e India, mentre Taiwan e Cina hanno beneficiato di afflussi netti grazie all'incremento dei crediti ottenuti dai rispettivi sistemi bancari. Nel complesso,

Passività delle banche dichiaranti verso la regione Asia-Pacifico



le attività verso i soggetti non bancari della regione sono rimaste sui livelli del periodo precedente. Per contro, le attività totali verso il settore bancario sono cresciute di \$12,8 miliardi, il secondo aumento in ordine di grandezza dal primo trimestre 1997.

In India, i nuovi finanziamenti ottenuti dalle banche non sono bastati a compensare il forte aumento dei depositi presso le istituzioni dell'area dichiarante, dando luogo a un deflusso netto di fondi per \$3,5 miliardi, il più ampio dall'inizio delle rilevazioni BRI. Le banche nel paese hanno depositato complessivi \$6,7 miliardi, soprattutto presso omologhe negli USA, spingendo a \$33,9 miliardi le passività dell'area dichiarante nei confronti dell'India⁹. Queste ultime, pari al 9% delle posizioni debitorie totali verso la regione Asia-Pacifico, superano ormai quelle verso i residenti coreani, collocando l'India al terzo posto dietro Cina e Taiwan (grafico 2.5, diagramma di sinistra). Nel contempo, le attività verso il settore bancario indiano sono cresciute per il quarto trimestre consecutivo (+\$2,9 miliardi) per effetto dei nuovi crediti erogati dalle banche situate in centri offshore, Regno Unito e area dell'euro. Di riflesso all'attività piuttosto intensa di prestito a questo settore nei precedenti dodici mesi, alla fine del terzo trimestre l'India totalizzava il 9% delle attività complessive verso la regione Asia-Pacifico (contro l'8% nel trimestre precedente e il 7% di un anno prima), superando così la Malaysia e andando a raggiungere l'Indonesia al quarto posto fra i maggiori mutuatari della regione.

Grazie a un aumento dei finanziamenti ottenuti dai suoi residenti, che ha più che compensato i maggiori depositi presso le banche dell'area dichiarante, Taiwan ha segnato il secondo afflusso trimestrale consecutivo di fondi. Le

... così come le banche in India ...

⁹ A tale risultato hanno probabilmente contribuito i depositi di riserve valutarie presso banche estere. Secondo i dati della Reserve Bank of India, il valore approssimativo di mercato delle riserve ufficiali e di altre attività in valuta collocate all'estero è salito da \$50 a 55,5 miliardi tra fine giugno e fine settembre 2003.

banche negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei centri offshore hanno erogato nuovi crediti per complessivi \$5 miliardi alle banche del paese; gli istituti nel Regno Unito hanno inoltre investito in azioni e titoli di debito emessi da mutuatari non bancari. In conseguenza di tali flussi, le attività verso Taiwan sono salite a \$36,1 miliardi, pari al 12% delle attività complessive verso la regione, contro il 10% del trimestre precedente e il 9% di un anno prima.

Nel periodo in esame la posizione netta nei confronti del settore bancario cinese ha continuato ad avvicinarsi al pareggio, confermando la tendenza di lungo periodo descritta nella *Rassegna trimestrale* del dicembre 2003. Grazie ai maggiori crediti ricevuti e al rimpatrio di depositi da parte del settore bancario, la Cina ha fatto registrare per la terza volta consecutiva un afflusso netto di fondi, pari a \$3,3 miliardi. Le banche negli Stati Uniti e nel Regno Unito hanno convogliato prestiti verso il sistema bancario cinese per complessivi \$3,7 miliardi, gran parte dei quali denominati in dollari USA, portando la quota delle attività verso questo settore al 24% del totale per la regione, rispetto al 23% del trimestre precedente.

All'aumento delle attività nette verso la Cina ha contribuito la contrazione (per il quinto trimestre consecutivo) dei depositi collocati dalle banche del paese presso il sistema bancario internazionale. Il rimpatrio netto di \$634 milioni, seppure inferiore a quelli dei trimestri precedenti, ha portato a \$23 miliardi l'ammontare totale dei prelievi netti del sistema bancario cinese dal primo trimestre 2001 (cfr. riquadro a pag. 27). Alla base di tale andamento vi sono i cali nei depositi in dollari USA presso le banche in Europa e in Giappone (pari rispettivamente a \$8 e 6 miliardi) e i prelievi per \$11 miliardi a valere sui depositi in dollari di Hong Kong presso le banche a Hong Kong SAR. Per contro, i fondi depositati dal sistema bancario cinese presso le banche negli Stati Uniti hanno continuato a crescere, raggiungendo nel terzo trimestre 2003 \$16 miliardi, rispetto ai \$13,5 miliardi del trimestre precedente e ai \$7 miliardi del primo trimestre 2001 (grafico 2.5, diagramma di destra).

... mentre le banche in Cina continuano a rimpatriare fondi

Quarto trimestre di afflussi netti all'Europa emergente grazie a prestiti record

Nel terzo trimestre 2003 l'espansione delle attività verso l'Europa emergente ha decisamente sopravanzato quella delle passività, dando luogo al quarto afflusso netto consecutivo verso l'area. Mentre la Russia ha continuato su base netta a fornire fondi al sistema bancario internazionale, i nuovi crediti affluiti durante l'anno ai paesi aderenti alla UE hanno sospinto le consistenze nette di attività verso la regione (grafico 2.6, diagramma di sinistra). Nel trimestre in esame queste hanno segnato un aumento di \$13,9 miliardi – il maggiore mai registrato durante il periodo di rilevazione BRI – che risulta da un'espansione dei crediti verso tutti i settori e da parte di quasi tutti i principali sistemi bancari. L'incremento è stato diretto per \$6 miliardi ai paesi candidati alla UE, mentre la parte restante è affluita principalmente verso Turchia e Russia. L'incidenza dei finanziamenti all'Europa sul totale delle attività nei confronti dei mercati emergenti ha così raggiunto il 22%, contro il 21% dei due trimestri precedenti. Anche le passività verso la regione hanno registrato un marcato aumento

Ingenti prestiti all'Europa emergente ...

Sulle tracce della liquidità in valuta estera della Cina

Guonan Ma e Robert N. McCauley

Nel 2003 è accelerata la crescita di fondo delle riserve valutarie ufficiali cinesi, le quali sono salite di oltre \$100 miliardi, pari a circa il 10% del PIL del paese. Questa accelerazione è in certa misura dovuta al passaggio da una forte crescita delle attività verso il sistema bancario internazionale a una loro riduzione. Il riflusso di fondi bancari esteri al paese ha avuto come causa sia l'accresciuta domanda di crediti sia la minore offerta di depositi in valuta in seguito alla discesa dei tassi di interesse sul dollaro USA al di sotto dei corrispondenti tassi sui fondi in renminbi. Ciò ha a sua volta alimentato le vendite di dollari alle autorità, accelerando così la crescita delle riserve valutarie ufficiali. Il presente riquadro costituisce un aggiornamento delle precedenti analisi sulle fonti di liquidità in valuta nei settori ufficiale e bancario in Cina e sull'impiego di tale liquidità nei mercati mobiliari internazionali[®].

Le posizioni attive nette in dollari accumulate attraverso le transazioni in valuta estera tra residenti e banche cinesi si sono ridotte a partire dal 2001, cioè da quando i tassi di interesse a breve USA hanno iniziato a calare verso gli attuali bassi livelli. Prima di allora il settore privato aveva incrementato i depositi in valuta presso le banche interne, e le imprese avevano ridotto i prestiti contratti in moneta estera. In seguito, l'accumulo di depositi in valuta è rallentato, per poi

Variazioni nei flussi di liquidità in valuta estera della Cina

in miliardi di dollari USA

	1999	2000	2001	2002	2003 ¹	1999–2003 ¹
Fonti²	38,0	45,7	58,8	67,9	71,3	281,7
Riserve valutarie	9,7	10,9	46,6	74,3	97,5	239,0
Depositi presso banche interne ³	15,4	26,4	7,9	15,8	-2,6	62,9
meno crediti da banche interne ³	12,9	8,4	4,3	-22,2	-23,6	-20,2
Impieghi²	25,7	55,0	45,4	71,6	33,2	230,9
Attività nette verso banche dichiaranti	10,7	33,6	-4,2	5,8	-22,8	23,1
di cui: verso banche a Hong Kong SAR	3,8	14,4	-4,2	2,2	-7,2	9,0
Acquisti netti di titoli di debito USA ⁴	15,0	20,4	44,1	65,3	56,0	200,8
Obbligazioni e notes del Tesoro	8,2	-4,0	19,1	24,1	19,1	66,5
Titoli di agenzie federali	8,3	18,8	26,0	29,3	24,3	106,7
Obbligazioni societarie	0,5	0,8	6,7	6,0	3,5	17,5
Strumenti del mercato monetario	-2,0	4,8	-7,7	5,9	9,1	10,1
Acquisti netti di titoli tedeschi	1,4	2,0	1,8	0,9	.	6,1
Acquisti netti di titoli giapponesi	-1,4	-1,0	3,7	-0,4	.	0,9

¹ Settembre. ² Non sono incluse le imprese non finanziarie e le istituzioni finanziarie non raccoglitrice di depositi; anche gli impieghi sono incompleti. ³ Sia nazionali che estere. Un calo dei crediti interni si somma alle fonti, mentre un aumento, come nel 2002–2003, ne provoca una riduzione. ⁴ I più recenti dati del Tesoro USA indicano che per l'insieme del 2003 i settori ufficiale e bancario cinesi hanno continuato a effettuare acquisti netti di titoli di debito del Tesoro USA (\$30,5 miliardi), delle agenzie federali (\$29,6 miliardi) e delle imprese statunitensi (\$4,6 miliardi).

Fonti: Banca popolare di Cina; Deutsche Bundesbank; Hong Kong Monetary Authority; Banca del Giappone; Tesoro USA; BRI; stime degli autori.

[®] Cfr. gli articoli "Liquidità in valuta estera delle banche cinesi", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2002, pagg. 19-20, e "Opening China's capital account amid ample dollar liquidity", in *China's capital account liberalisation: international perspectives*, *BIS Papers*, n. 15, aprile 2003, pagg. 25–34, degli stessi autori.

addirittura contrarsi nel 2003, mentre nel 2002 le imprese in Cina hanno ripreso ad accrescere rapidamente l'indebitamento in valuta estera. Questi mutamenti sono avvenuti in risposta alla discesa dei tassi di interesse a breve USA sotto il livello dei corrispondenti tassi cinesi[®]. Le aspettative di guadagni di capitale sulle posizioni lunghe in renminbi e corte in dollari si sono aggiunte agli incentivi di tasso di interesse nello stimolare l'acquisizione di depositi in renminbi o l'indebitamento in dollari.

Assecondando tale tendenza, le banche dell'area dichiarante sono passate nei confronti della Cina dal ruolo di prestatrici di dollari in surplus a quello di fornitrici dei dollari necessari a finanziare nel paese la crescita dei prestiti in valuta, stante la diminuzione dei depositi valutari dei residenti. In particolare, dopo aver fornito al sistema bancario internazionale \$6 miliardi nel 2002, la Cina ha ritirato \$23 miliardi nei primi tre trimestri del 2003 (entrambi i dati sono corretti per gli effetti di cambio). Tale afflusso può accrescere le riserve ufficiali in conseguenza di vendite dirette di dollari contro renminbi da parte del settore non bancario cinese o, indirettamente, finanziando il pagamento differito di importazioni o l'incasso anticipato di esportazioni.

Dove si è diretta la liquidità in valuta estera della Cina? Le statistiche disponibili forniscono la somma degli investimenti effettuati dal settore privato (principalmente bancario) e dal settore ufficiale. In base a questi dati, nei primi tre trimestri del 2003 l'eccedenza cinese di liquidità in valuta estera è in gran parte affluita al mercato dei titoli di debito USA. In particolare, secondo le segnalazioni del Tesoro americano i residenti cinesi hanno bilanciato i loro acquisti di titoli del Tesoro e delle agenzie federali USA. Nel contempo, sono proseguiti gli investimenti in obbligazioni societarie e sono aumentati anche quelli in strumenti del mercato monetario.

Nei primi tre trimestri del 2003 tra le fonti e gli impieghi in valuta estera della Cina si è creato un divario più ampio del consueto. In certa misura, i dati sulle fonti sono sovrastimati a causa degli effetti prodotti dall'apprezzamento dell'euro e dello yen sulle variazioni nelle riserve ufficiali. Inoltre, non sono ancora disponibili per il 2003 dati sugli acquisti cinesi di titoli tedeschi e giapponesi, che comunque rappresentano solo una quota limitata degli investimenti in monete diverse dal dollaro.

[®] Sulla reattività dei depositi valutari in Cina ai differenziali di tasso di interesse, cfr. lo studio "L'aumento della liquidità in valuta estera delle banche in Cina", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2002, pagg. 71-78, degli stessi autori.

(+\$11,7 miliardi), anche in questo caso senza precedenti nel periodo di rilevazione BRI. Esso è risultato in primo luogo dalla crescita dei depositi collocati dal sistema bancario russo presso le istituzioni dell'area dichiarante.

Le attività verso mutuatari non bancari hanno fatto registrare un notevole incremento, pari a \$8,3 miliardi, cui hanno contribuito per \$4,7 miliardi i nuovi crediti erogati dalle banche dichiaranti – principalmente quelle situate nel Regno Unito, in Germania, in Austria e nei centri offshore – ai residenti di Turchia, Russia e, in minor misura, Polonia. Nel caso della Russia si è trattato del sesto aumento trimestrale consecutivo, mentre per la Turchia l'espansione (di \$1,8 miliardi) è la seconda in ordine di grandezza per il periodo di rilevazione BRI.

La crescita di queste attività è in parte dovuta agli investimenti in titoli di debito pubblici, saliti di \$3,2 miliardi e indirizzati soprattutto verso il settore non bancario di Ungheria, Russia e Polonia. Dalle statistiche BRI su base consolidata, che compensano le posizioni intragruppo, emerge che le banche USA hanno incanalato fondi verso il settore pubblico russo, mentre quelle tedesche hanno incrementato l'esposizione verso tale settore in Ungheria e Polonia. Di conseguenza, la quota delle attività internazionali verso il settore

... in parte sotto forma di investimenti in titoli pubblici

I prestiti consorziali internazionali nel quarto trimestre 2003

Blaise Gadanecz

Nell'ultimo trimestre 2003 l'attività sul mercato dei prestiti consorziali internazionali ha segnato una ripresa. Le nuove operazioni sottoscritte sono ammontate a \$347 miliardi, con un aumento trimestrale del 17% su base destagionalizzata. L'ultima parte dell'anno è stata eccezionalmente propizia per i mutuatari dei paesi sia industriali che emergenti. Dopo un lungo periodo di stagnazione, nella seconda metà del 2003 sono tornati a crescere i finanziamenti connessi con operazioni di "management" e di "leveraged buyout" (LBO).

Negli Stati Uniti, con il migliorare delle prospettive economiche, l'attività si è ripresa dal minimo storico toccato nel terzo trimestre. I nuovi finanziamenti, pari a \$167 miliardi, hanno superato quelli dell'anno precedente, dirigendosi soprattutto verso il settore energetico. Al segmento di qualità bancaria va attribuito ben il 47% delle operazioni. Si sono inoltre ridotti gli spread sui prestiti riferiti al prime rate USA.

La dinamica dei prestiti erogati a fronte di rifinanziamenti e operazioni di fusione e acquisizione a prenditori dell'Europa occidentale è stata sostenuta. Questi mutuatari, e in particolare quelli italiani, sono stati i più attivi sul mercato LBO: tra le operazioni maggiori figurano quelle di Seat Pagine Gialle SpA (€4,4 miliardi) e FiatAvio SpA (€1,3 miliardi), la divisione aerospaziale di Fiat. L'attività ha inoltre tratto impulso dai rifinanziamenti di vasta portata effettuati da case automobilistiche come BMW (\$7 miliardi) e da aziende elettriche (le tedesche E.ON AG e RWE e l'italiana Enel hanno rinnovato prestiti per complessivi €12,5 miliardi). Questi due settori hanno contribuito a portare su livelli senza precedenti nell'insieme del 2003 i prestiti sindacati in favore di prenditori tedeschi, italiani, finlandesi e spagnoli.

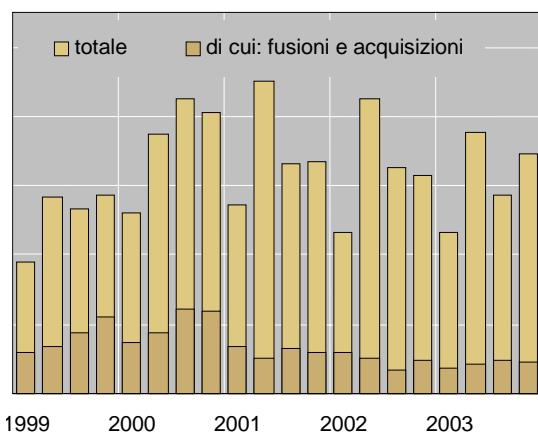
L'attività dei mutuatari giapponesi si è mantenuta sui livelli storici, con operazioni internazionali per \$5 miliardi. Va tuttavia notato che le grandi aziende nipponiche – come Mitsubishi Corp e Jujitsu Ltd, principali prenditrici nel quarto trimestre – di regola fanno ancora ricorso a consorzi esclusivamente nazionali, non compresi nel campo di rilevazione delle statistiche internazionali elaborate dalla BRI.

I prestiti a mutuatari dei mercati emergenti hanno superato solo di poco l'elevato volume del trimestre precedente, aumentando nondimeno del 53% su base annua. Nella seconda metà del 2003 gli spread sui finanziamenti all'area emergente si sono ridotti. Un lieve calo annuo dei prestiti ai paesi asiatici è stato più che compensato nel quarto trimestre da una forte crescita, sempre su base annua, di quelli agli altri tre principali mercati. Per l'insieme del 2003 ciò ha portato i prestiti consorziali internazionali ai mutuatari emergenti al livello più alto dal 2000, che rimane comunque ancora lontano dal massimo toccato nel 1997, prima della crisi asiatica.

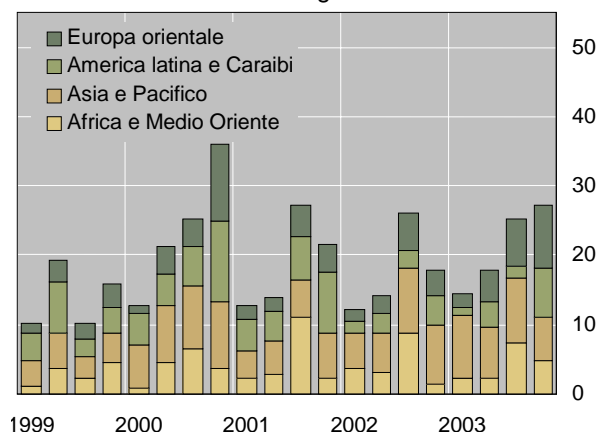
Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Prestiti sottoscritti



Prestiti alle economie emergenti

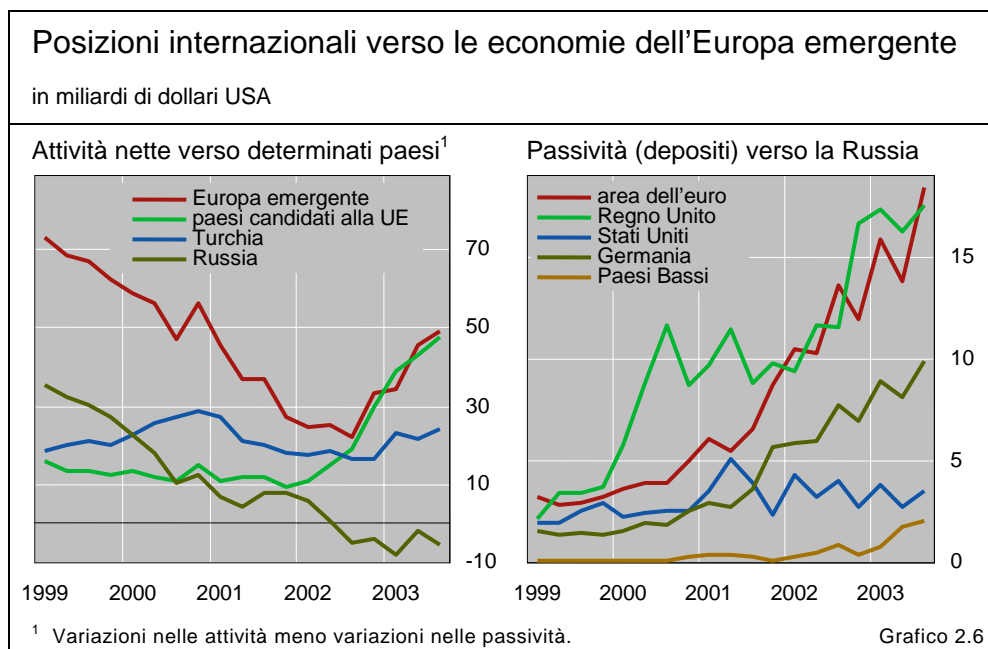


Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

I livelli più elevati di attività sono stati registrati nell'Europa orientale, ma anche in America latina i mutuatari hanno fatto attivamente ricorso al mercato. I fondi raccolti da una società telecom ceca e da imprese petrolifere polacche, ungheresi e russe, unitamente al rifinanziamento di banche turche, hanno fatto salire i prestiti a favore dei mutuatari dell'Europa orientale al livello più elevato degli ultimi tre anni (\$9 miliardi). Pemex, la compagnia petrolifera messicana, ha ottenuto un finanziamento multivalutario per \$2,3 miliardi, che comprende la maggiore tranche denominata in peso messicani mai osservata in un prestito sindacato internazionale. La stessa società ha raccolto fondi anche sul mercato mobiliare internazionale (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito" a pag. 31).

pubblico della regione è salita al 20%, contro il 19% del secondo trimestre e il 18% dei quattro trimestri precedenti.

Dopo tre cali trimestrali consecutivi, nel periodo in esame le passività nei confronti della regione sono fortemente aumentate, a causa soprattutto dei nuovi depositi collocati presso banche dell'area dichiarante. I sistemi bancari dell'Europa emergente hanno depositato all'estero ulteriori \$10,3 miliardi, di cui ben \$7,3 miliardi provenienti dalle istituzioni in Russia. Queste ultime hanno aumentato di \$1,3 miliardi i depositi in euro in Germania e di \$2,4 miliardi quelli in dollari USA in Francia e in altri paesi dell'area dell'euro. Dalla fine del 1998, con la sola eccezione di tre trimestri, i depositi esteri delle banche russe sono sempre aumentati (grafico 2.6, diagramma di destra), portando a \$41 miliardi l'ammontare totale delle passività delle istituzioni dichiaranti nei confronti del sistema bancario russo (che si colloca così al terzo posto dietro quelli di Cina e di Taiwan)¹⁰.



¹⁰ Nel terzo trimestre le passività totali verso l'insieme dei settori russi sono aumentate a \$48 miliardi, collocando il paese al quinto posto tra i mercati emergenti, dietro Cina, Taiwan (Cina), Messico e Brasile.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel quarto trimestre 2003 le emissioni nette di titoli di debito internazionali hanno raggiunto il massimo storico di \$460,4 miliardi (tabella 3.1). La crescita è in gran parte ascrivibile al forte aumento dei collocamenti di obbligazioni,

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito								
in miliardi di dollari USA								
	2002	2003	2002	2003				Stock a fine dic. 2003
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale emissioni nette	1 010,8	1 467,1	183,7	356,7	348,9	301,2	460,4	11 681,4
Strumenti del mercato monetario ¹	1,6	74,9	-10,2	55,4	3,7	-32,9	48,8	569,5
Commercial paper	23,7	83,3	-3,0	46,8	13,3	-25,4	48,7	417,9
Obbligazioni e notes ¹	1 009,2	1 392,2	193,9	301,3	345,1	334,2	411,6	11 111,9
A tasso variabile	199,0	-37,4	39,7	-41,6	-27,7	-14,5	46,4	2 383,9
Ordinarie a tasso fisso	800,1	1 408,5	156,8	342,6	372,2	344,4	349,3	8 366,0
Collegate ad azioni	10,1	21,1	-2,7	0,3	0,6	4,3	15,9	361,9
Paesi sviluppati	945,6	1 363,9	171,4	330,7	316,2	279,9	437,1	10 404,5
Stati Uniti	329,6	271,0	48,8	55,1	29,2	88,3	98,4	3 078,3
Area dell'euro	479,3	770,1	99,9	211,9	208,1	125,6	224,5	5 014,0
Giappone	-22,4	-0,2	-10,2	-3,0	-1,8	-3,4	8,0	271,3
Centri offshore	8,1	16,4	4,7	2,8	4,1	0,4	9,1	134,0
Paesi in via di sviluppo	36,2	64,2	10,5	13,7	13,3	18,9	18,3	635,8
Istituzioni finanziarie	833,6	1 187,8	168,4	274,1	247,7	255,5	410,5	8 546,5
Private	698,3	989,0	131,8	225,9	199,5	212,6	350,9	7 235,4
Pubbliche	135,4	198,9	36,6	48,2	48,2	42,9	59,6	1 311,2
Imprese	55,0	109,9	2,0	16,1	32,0	20,9	40,9	1 497,0
Private	53,3	95,2	-3,5	10,6	29,7	17,9	37,0	1 234,2
Pubbliche	1,7	14,7	5,5	5,4	2,3	3,1	3,9	262,8
Governi	101,3	146,8	16,2	57,1	53,8	22,8	13,1	1 130,7
Organizzazioni internazionali	20,9	22,6	-3,0	9,4	15,3	2,0	-4,2	507,1
<i>Per memoria: CP sull'interno²</i>	-102,6	-36,5	22,8	13,6	-28,9	-36,8	15,6	1 893,5
<i>di cui: USA</i>	-91,4	-81,3	23,8	-15,7	-41,9	-22,3	-1,4	1 288,8

¹ Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. ² Per il quarto trimestre 2003, dati parzialmente stimati.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI. Tabella 3.1

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2002	2003	2002	2003			
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Totale emissioni annunciate	2 100,6	2 883,9	490,4	758,8	755,4	655,1	714,6
Obbligazioni	1 165,2	1 610,4	266,2	436,2	424,2	341,8	408,2
Notes	935,5	1 273,5	224,3	322,6	331,2	313,3	306,4
A tasso variabile	603,2	512,3	157,0	123,3	126,9	116,9	145,1
Ordinarie a tasso fisso	1 454,7	2 283,7	325,2	617,3	611,9	511,3	543,1
Collegate ad azioni ¹	42,8	87,9	8,2	18,2	16,6	26,8	26,4
Dollaro USA	985,9	1,167,0	218,9	332,8	281,8	283,0	269,4
Euro	806,7	1,289,9	184,9	330,6	369,6	272,7	317,0
Yen	88,3	102,9	24,5	23,3	26,0	24,5	29,1
Altre valute	219,7	324,0	62,2	72,0	78,0	74,9	99,1
Istituzioni finanziarie	1 632,0	2 281,7	401,3	581,8	569,4	535,4	595,1
Private	1 361,4	1 919,9	320,7	488,6	467,5	454,3	509,5
Pubbliche	270,6	361,8	80,6	93,2	101,9	81,1	85,6
Imprese	211,4	269,8	40,2	56,5	78,1	66,5	68,6
di cui: settore telecom	45,9	51,1	10,1	23,5	6,6	8,0	13,0
Private	186,4	218,8	31,1	39,7	69,9	53,1	56,1
Pubbliche	25,1	51,0	9,0	16,8	8,3	13,4	12,5
Governi	172,9	240,4	31,1	81,6	79,2	38,8	40,7
Organizzazioni internazionali	84,3	92,0	17,9	38,9	28,6	14,3	10,2
Emissioni perfezionate	2 100,2	2 861,9	495,6	717,7	727,4	682,0	734,8
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 091,0</i>	<i>1 469,7</i>	<i>301,7</i>	<i>416,4</i>	<i>382,3</i>	<i>347,8</i>	<i>323,1</i>

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.2

notes e commercial paper da parte di residenti nell'area dell'euro. È salita la raccolta netta di istituzioni finanziarie e imprese, mentre è scesa quella dei governi. Il trimestre ha posto fine a un anno di notevole crescita delle emissioni in euro, aumentate sia in termini assoluti che in rapporto agli altri comparti.

I prenditori dei paesi emergenti hanno continuato a collocare ingenti quantitativi di titoli debitori, più che in ogni altro quarto trimestre dal 1996. Ciò è probabilmente dovuto alla perdurante ricerca di maggiori rendimenti da parte degli investitori internazionali nel contesto di continue riduzioni degli spread creditizi. In Asia, vi sono state cospicue emissioni nette da parte del governo e delle istituzioni finanziarie della Cina, mentre le istituzioni finanziarie russe e il governo polacco hanno fornito il maggior contributo alla raccolta nell'Europa orientale. I prenditori brasiliani sono stati i principali emittenti in America latina.

Un'accresciuta disponibilità degli investitori all'assunzione di rischio è stata anche evidente in altri segmenti del mercato mobiliare internazionale. Sulla scia di una sostenuta dinamica azionaria, i collocamenti di strumenti debitori collegati ad azioni hanno segnato un netto recupero, dopo un ristagno

durato oltre un anno e mezzo. Anche le emissioni azionarie internazionali sono decisamente cresciute, specie quelle di paesi asiatici come Cina e Thailandia.

Il mercato dell'euro guadagna terreno grazie alle emissioni dei residenti

Impennata delle emissioni in euro nel 2003 ...

Una tendenza di spicco osservabile nel quarto trimestre, e più in generale nel corso dell'intero 2003, è stata la crescita delle emissioni in euro, che hanno rappresentato oltre la metà dei collocamenti netti totali di titoli di debito internazionali. La raccolta dell'ultimo trimestre è stata ben maggiore di quella del terzo e più che doppia rispetto al quarto trimestre 2002; nell'insieme dell'anno le emissioni nette di titoli di debito in euro, pari a \$834 miliardi, hanno superato del 60% quelle del 2002. A titolo di confronto, i collocamenti netti in dollari USA nel quarto trimestre 2003 (\$150 miliardi) sono stati il doppio di quelli dello stesso trimestre del 2002, mentre nell'arco dell'anno essi sono cresciuti del solo 10%, a \$463 miliardi (tabella 3.3).

Quali sono stati i fattori alla base dell'aumento delle emissioni in euro (grafico 3.1)? In parte la crescita è semplicemente dovuta all'apprezzamento della moneta unica, che ha guadagnato il 20% nei confronti del dollaro. In effetti, se espresso in termini di euro, l'incremento netto nel 2003 risulta pressoché dimezzato, ossia pari a circa il 30%. Un altro importante fattore va

Emissioni nette di titoli di debito internazionali, per area geografica e per valuta¹

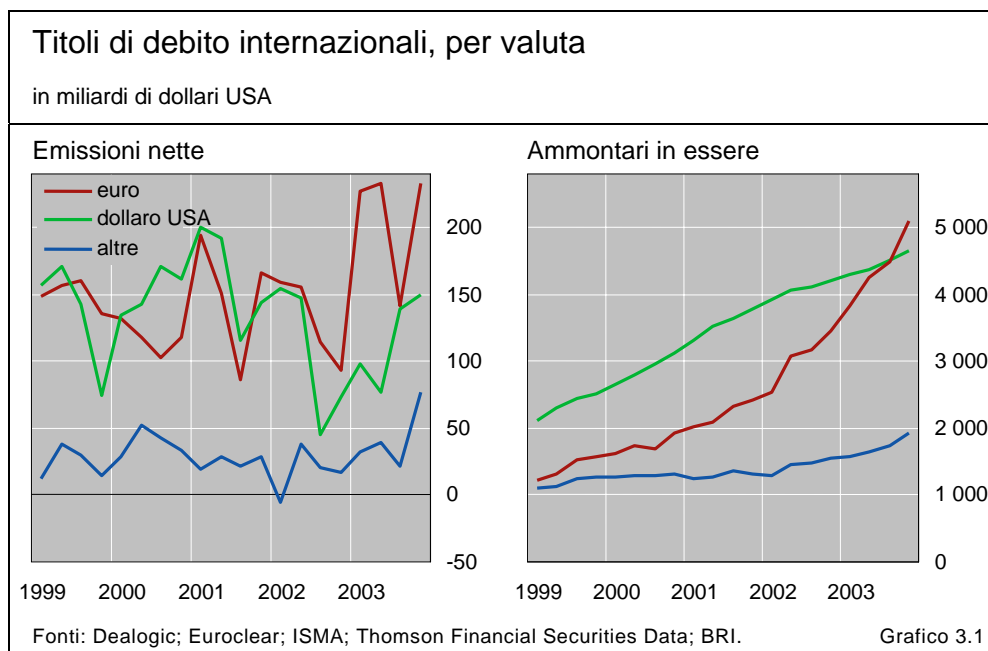
in miliardi di dollari USA

Area geografica/valuta		2002	2003	2002	2003			
		Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Nord America	Dollaro USA	297,0	216,3	48,2	38,0	25,9	71,4	81,0
	Euro	39,7	51,9	0,4	16,1	6,3	14,9	14,6
	Yen	-7,4	-2,8	-2,5	0,0	-1,8	-1,6	0,6
	Altre valute	12,1	25,4	4,5	1,8	7,6	6,4	9,6
Unione europea	Dollaro USA	68,4	150,6	16,5	39,7	31,1	42,4	37,3
	Euro	463,3	744,2	92,5	203,8	212,5	117,2	210,8
	Yen	-26,2	-9,0	-2,7	-4,5	-3,2	-3,5	2,1
	Altre valute	86,1	116,6	13,9	28,8	27,1	17,6	43,2
Altre aree	Dollaro USA	53,7	96,3	8,5	20,2	19,3	25,1	31,8
	Euro	19,7	38,2	0,9	7,1	14,4	8,9	7,8
	Yen	-9,7	7,6	-3,3	-1,6	1,9	-1,8	9,2
	Altre valute	14,1	31,7	6,9	7,2	7,8	4,2	12,4
Totale	Dollaro USA	419,1	463,3	73,1	97,9	76,3	138,9	150,1
	Euro	522,7	834,3	93,8	227,0	233,1	141,0	233,2
	Yen	-43,3	-4,2	-8,5	-6,1	-3,1	-6,9	11,9
	Altre valute	112,3	173,8	25,2	37,9	42,6	28,2	65,2

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.3



ricercato nell'accresciuto ricorso al mercato da parte dei residenti nell'area dell'euro, che tendono naturalmente a emettere titoli nella propria moneta (l'84% dei loro collocamenti netti nel 2003 era denominato in euro): nel quarto trimestre essi hanno raccolto \$224,5 miliardi, oltre il doppio rispetto al corrispondente periodo del 2002. La raccolta totale nel 2003 ha così superato del 61% quella dell'anno precedente (grafico 3.2). Le nuove emissioni nette sono state particolarmente ingenti nel caso di Germania, Spagna e Francia.

Su base settoriale l'attività di raccolta in euro ha visto il predominio delle istituzioni finanziarie dell'area. Mentre nel 2003 le emissioni nella moneta europea effettuate da residenti erano provenute per i tre quarti da istituzioni finanziarie, a questi mutuatari è ascrivibile quasi il 90% dell'aumento in ragione d'anno di tali emissioni registrato nel quarto trimestre. La crescita dei collocamenti degli intermediari finanziari ha riguardato le istituzioni sia pubbliche che private.

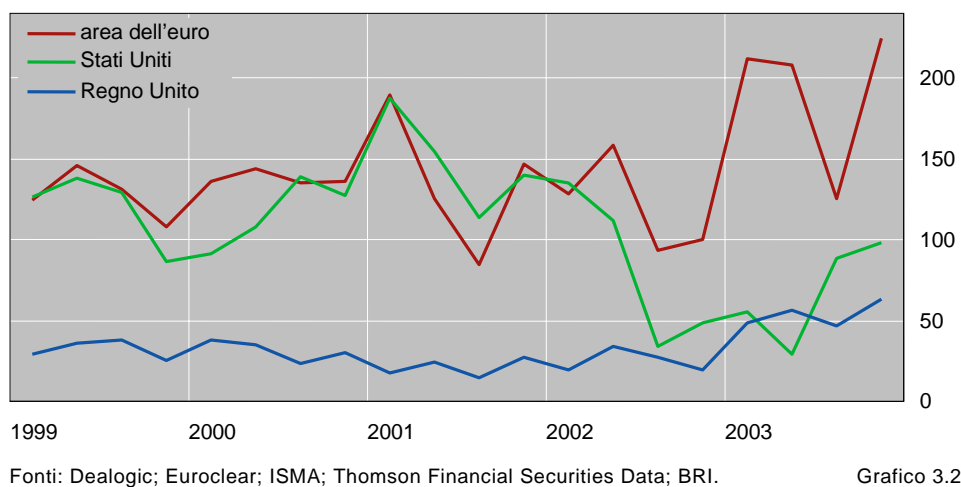
Vi sono altresì indicazioni di una crescente internazionalizzazione delle emissioni in euro. I mutuatari esterni all'area hanno contribuito per il 22% alle emissioni nette in euro nel quarto trimestre 2003, rispetto al 4% circa del corrispondente periodo dell'anno precedente. Benché su base annua il divario fra il 2003 e il 2002 sia meno marcato (il 22 rispetto al 20%), la raccolta dei non residenti ha senz'altro tenuto il passo con la rapida crescita del mercato degli strumenti denominati nella moneta unica. I tradizionali prenditori in altre valute paiono incontrare una crescente domanda di titoli in euro; sembra inoltre che alcuni gestori di portafogli internazionali stiano cercando di accrescere le proprie disponibilità in euro al fine di diversificare l'esposizione valutaria.

... soprattutto da parte delle istituzioni finanziarie

Le emissioni in euro guadagnano terreno anche al di fuori dell'area

Emissioni nette di titoli di debito internazionali, in base alla nazionalità dell'emittente

in miliardi di dollari USA



Intensa attività di emissione in dollari USA e altre valute

Sebbene nel quarto trimestre 2003 le emissioni in euro abbiano avuto un ruolo predominante, la raccolta in altre valute è stata tutt'altro che modesta. I collocamenti netti in dollari USA (\$150 miliardi) sono più che raddoppiati rispetto al corrispondente periodo del 2002, quelli in yen (\$11,9 miliardi) sono tornati in positivo per la prima volta da oltre un anno e mezzo e l'attività in altre valute ha fatto registrare un incremento di circa il 55% su base annua (tabella 3.3).

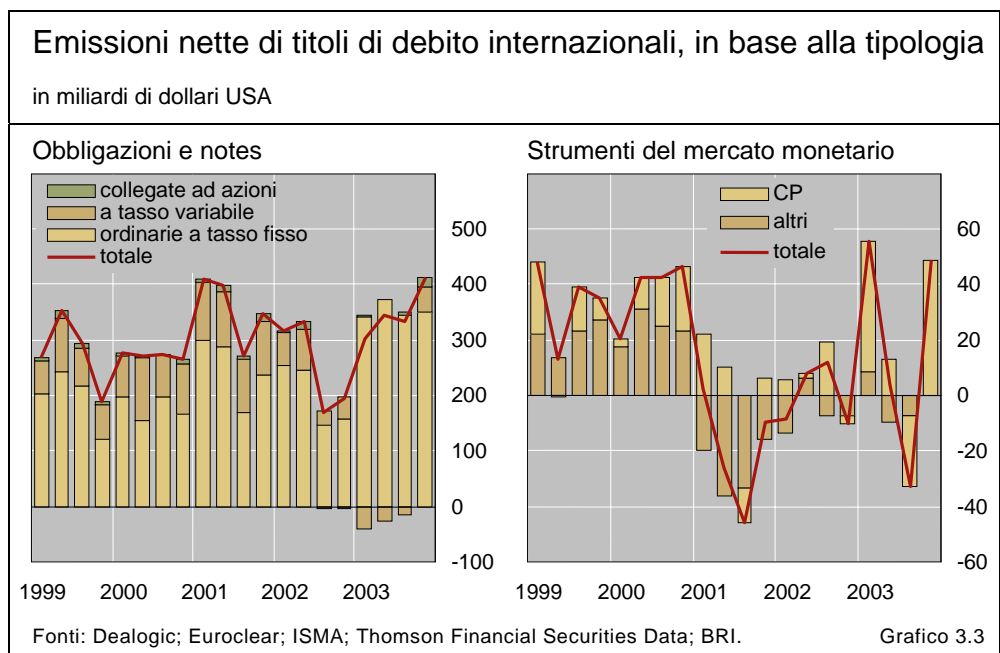
Nonostante il crescente utilizzo dell'euro, il dollaro USA continua a essere la valuta d'elezione per la maggior parte degli emittenti al di fuori di Nord America, Unione europea e Giappone. Ben il 60% della raccolta netta di tali prenditori nel periodo in esame era denominata in dollari USA, contro il 15% in euro e il 25% in altre valute. Nell'insieme dell'anno le emissioni in dollari rappresentavano il 61% del totale, quelle in euro il 20%.

Preferenza per gli strumenti a breve termine e a tasso variabile

Un'altra caratteristica dell'attività nel quarto trimestre 2003 è stato il crescente ricorso alla raccolta a breve termine. L'accentuarsi dell'inclinazione positiva della curva dei rendimenti ha infatti spinto i mutuatari a orientarsi verso tale segmento (grafico 3.3). Le emissioni nette di strumenti del mercato monetario (inclusa la commercial paper) sono ammontate a \$48,8 miliardi, contro i -\$10,2 miliardi del quarto trimestre 2002. Questa differenza emerge anche dal raffronto su base annua (\$74,9 miliardi nel 2003, contro \$1,6 miliardi nel 2002).

Il livello relativamente basso dei rendimenti a breve ha probabilmente stimolato anche i collocamenti a tasso variabile, che nel corso del quarto trimestre hanno guadagnato terreno raggiungendo i \$46,4 miliardi, pari all'11% delle emissioni complessive di obbligazioni e notes. A livello aggregato, in tutti

Gli emittenti guardano al segmento a breve della curva dei rendimenti



i precedenti trimestri dell'anno gli emittenti del mercato dei titoli di debito internazionali avevano effettuato rimborsi netti di strumenti a tasso variabile.

Aumentano notevolmente le emissioni high-yield di imprese private

Nel quarto trimestre 2003 si è assistito a una generalizzata espansione dei collocamenti di titoli di debito internazionali da parte di imprese private non finanziarie. Su base netta la loro raccolta è stata pari a \$37 miliardi, ben superiore ai precedenti periodi dell'anno (tabella 3.1) e con un netto miglioramento rispetto alla cifra negativa registrata nel quarto trimestre 2002.

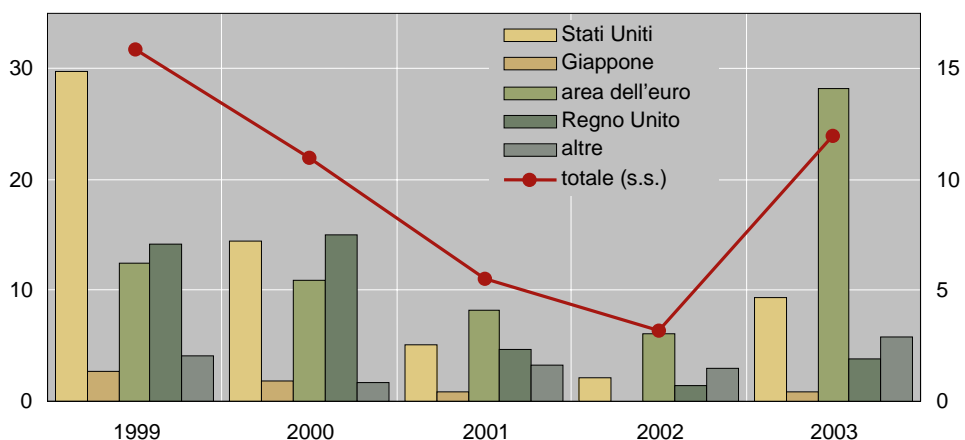
La forte domanda di titoli ad alto rendimento e la conseguente riduzione degli spread creditizi hanno alimentato l'attività di raccolta da parte dei mutuatari dei paesi sviluppati con più basso merito di credito. Nel trimestre in esame le emissioni lorde di obbligazioni internazionali ad alto rendimento (quotate al disotto di BBB- da un'importante agenzia di rating) sono state molto intense (\$5 miliardi), portando la raccolta complessiva del 2003 a \$24 miliardi, quasi il quadruplo di quella del 2002. Anche in questo comparto i prenditori dell'area dell'euro sono stati particolarmente attivi lo scorso anno, collocando prestiti per \$14 miliardi, ossia oltre quattro volte quelli del 2002 (grafico 3.4).

Nel quarto trimestre si è inoltre osservata una ripresa delle emissioni di obbligazioni collegate ad azioni (obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario). Sulla scia dell'andamento generalmente sostenuto dei mercati azionari, i collocamenti di questi strumenti sono fortemente aumentati dopo un ristagno durato oltre un anno, superando i \$15,9 miliardi su base netta.

Particolarmente rilevanti le emissioni ad alto rendimento di residenti nell'area dell'euro

Emissioni di titoli internazionali di qualità non bancaria¹ da parte di mutuatari di paesi sviluppati, in base alla nazionalità del mutuatario

in milioni di dollari USA



¹ Mutuatari con rating pari a BB o inferiore.

Fonti: Dealogic; BRI.

Grafico 3.4

Fra i mutuatari dell'area emergente spiccano i paesi asiatici

L'attività di raccolta dei mercati emergenti rimane significativa ...

La ricerca di alti rendimenti da parte degli investitori pare aver concorso anche a una vigorosa crescita della raccolta dei mercati emergenti. Grazie al perdurare di favorevoli condizioni di finanziamento, nel quarto trimestre 2003 le emissioni dei mutuatari di quest'area sono rimaste sostenute: i collocamenti netti totali sono ammontati a \$18,3 miliardi, gran parte dei quali effettuati da soggetti residenti in Asia (grafico 3.5).

... sotto la spinta dei mutuatari cinesi ...

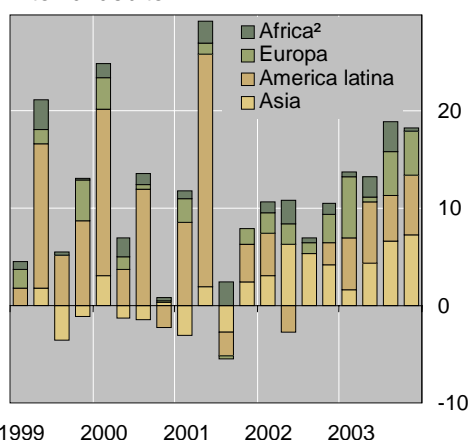
L'attività di raccolta dei prenditori cinesi sui mercati internazionali è stata alquanto significativa. A seguito dell'innalzamento da A3 ad A2 del rating Moody's nel mese di ottobre, la Repubblica popolare cinese ha fatto ritorno al mercato obbligazionario internazionale dopo due anni e mezzo di assenza, lanciando un prestito decennale per \$1 miliardo e uno quinquennale per €400 milioni. L'iniziativa ha rispecchiato la volontà del governo di Pechino di facilitare l'accesso di altri mutuatari cinesi ai mercati internazionali dei capitali stabilendo un benchmark di prezzo. In effetti, il Tesoro non necessitava di fondi in valuta estera, dato il rapido accumulo di riserve valutarie negli ultimi trimestri (cfr. "Quadro generale degli sviluppi", a pag. 1). Anche le istituzioni finanziarie cinesi sono state attive sul mercato, con una raccolta netta pari a \$1,7 miliardi. La principale banca di proprietà statale, Industrial and Commercial Bank of China, ha collocato il prestito di importo più ingente, attraverso un programma di emissione di notes per oltre \$500 milioni.

In linea con quanto avvenuto sui mercati dei titoli di debito internazionali, nel quarto trimestre anche i residenti cinesi hanno raccolto fondi – per ben \$7,9 miliardi – sotto forma di collocamenti azionari internazionali. L'offerta pubblica iniziale più rilevante dell'anno è stata effettuata da China Life, la principale compagnia di assicurazioni del ramo vita del paese, che il

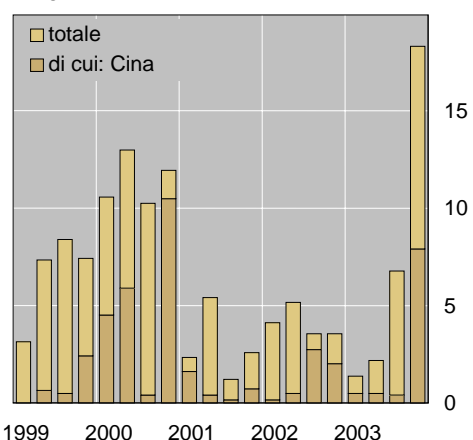
Mercati emergenti: emissioni internazionali di titoli di debito e azioni

in miliardi di dollari USA

Titoli di debito¹



Azioni



¹ Emissioni nette. ² Compreso il Medio Oriente.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Grafico 3.5

12 dicembre ha raccolto \$3,9 miliardi a Hong Kong e New York. Sotto la spinta della forte attività cinese, le emissioni azionarie internazionali delle economie emergenti hanno raggiunto il volume record di \$18,3 miliardi (grafico 3.5).

Anche altri emittenti asiatici hanno approfittato delle favorevoli condizioni creditizie. La Repubblica delle Filippine ha raccolto \$1,3 miliardi sui mercati internazionali dei titoli di debito emettendo tre prestiti a condizioni particolarmente attraenti. Alla raccolta netta in Asia hanno inoltre contribuito in misura notevole le imprese di Taiwan (\$2 miliardi) e le istituzioni finanziarie di Malaysia e Corea (rispettivamente \$1,3 e 2 miliardi).

In America latina i collocamenti netti hanno fatto registrare una lieve ascesa, grazie soprattutto all'accresciuto ricorso al mercato da parte di Brasile e Messico. Il 22 ottobre la Repubblica federale del Brasile ha emesso una note settennale per \$1,5 miliardi. In Messico la maggiore raccolta è dovuta sia al governo che al settore societario. Il 14 ottobre gli Stati Uniti del Messico hanno collocato un prestito in dollari a 10¼ anni per \$1 miliardo. Un'emissione di importo ancor maggiore è stata lanciata dalla compagnia petrolifera statale Pemex, che ha interamente monetizzato la sua partecipazione del 5% nella società petrolifera spagnola Repsol YPF SA mediante un'obbligazione convertibile a sette anni per \$1,4 miliardi. Di recente Pemex ha raccolto fondi sul mercato interno e su quello dei prestiti sindacati internazionali (cfr. il riquadro a pag. 29) per un cospicuo ammontare.

Anche altri mutuatari sovrani latino-americani hanno attinto al mercato obbligazionario internazionale. Dopo il volume insolitamente elevato di emissioni nel terzo trimestre, la Repubblica Bolivariana del Venezuela ha continuato a mutuare fondi nel periodo in esame. Il 23 ottobre un prestito decennale – per il quale erano già stati collocati \$700 milioni in settembre – è stato aumentato da \$350 a 470 milioni alla luce delle favorevoli condizioni.

... e di altri emittenti asiatici

I mutuatari brasiliani rimangono attivi

Appena un mese dopo è stata emessa un'obbligazione a 15 anni con valore nominale di \$1 miliardo. Un altro ingente prestito sovrano è stato lanciato in novembre dalla Repubblica del Perù, che dopo otto mesi di assenza dal mercato ha collocato un'obbligazione trentennale per \$500 milioni.

La Russia ottiene lo status di qualità bancaria

La raccolta nell'Europa emergente ha avuto come protagonisti gli istituti finanziari russi e il governo polacco. Sberbank, una banca statale russa, ha emesso una nota a tasso variabile per \$1 miliardo in ottobre, poco dopo la promozione del debito pubblico del paese allo status di qualità bancaria da parte di Moody's. Nello stesso mese la Repubblica di Polonia ha collocato un titolo a 10¼ anni per \$1 miliardo, rispetto ai \$500–750 milioni inizialmente previsti, grazie alle condizioni di mercato propizie.

L'attività in Africa e Medio Oriente ha subito una flessione, derivante dal pronunciato calo delle emissioni dei prenditori sudafricani. Questo è stato solo in parte compensato dal titolo ventennale per \$750 milioni lanciato dallo Stato di Israele nel quadro del piano di finanziamento garantito dalla Agency for International Development statunitense e dalla nota a tasso variabile per \$700 milioni emessa dallo Stato del Qatar (tramite la società veicolo Qatar Global Sukuk QSC), il prenditore sovrano con il più alto rating del Medio Oriente. Quest'ultimo prestito costituisce la prima "obbligazione islamica"¹ del Qatar, nonché la più ingente emissione mai effettuata secondo i principi della finanza islamica. Agli investitori tradizionali è andato il 48% del collocamento finale, il cui importo è stato aumentato dai \$500 milioni inizialmente previsti in seguito alla forte domanda.

Il Qatar lancia la più ingente emissione islamica mai effettuata

Paesi emergenti: raccolta elevata nel 2003 ...

Nel 2003 emissioni ai livelli più alti dalla crisi asiatica

Il quarto trimestre ha coronato un anno di intensa attività di emissione sui mercati internazionali dei titoli di debito da parte dei paesi emergenti. La raccolta netta complessiva è ammontata nel 2003 a \$64,2 miliardi, il volume più alto dal 1997. Con collocamenti per \$14,2 miliardi, i residenti brasiliani sono stati di gran lunga i maggiori prenditori di fondi (tabella 3.4).

Il dollaro USA rimane la valuta di denominazione preferita (con l'80% dei prestiti lordi), benché le economie emergenti europee abbiano emesso titoli di debito internazionali in euro e in dollari per importi pressoché equivalenti.

... e forti emissioni fin dagli inizi del 2004

Intensa attività di raccolta dei paesi emergenti agli inizi del 2004 ...

Stimolati dai bassi costi di finanziamento, agli inizi del 2004 i mutuatari dell'area emergente – specie in America latina e in Europa – hanno raccolto ingenti fondi in via preventiva. Dati parziali forniti da Dealogic Bondware indicano che le emissioni annunciate di obbligazioni a gennaio 2004 sono ammontate a \$18,9 miliardi, la cifra mensile più alta dalla crisi asiatica e superiore di oltre il 30% a quella del gennaio 2003.

¹ Con "obbligazione islamica" si intende un'emissione conforme alla legge islamica (*sharia*), la quale non consente il pagamento di interessi. Gli investitori vengono invece remunerati con una partecipazione ai profitti rivenienti dalla vendita delle obbligazioni.

Emissioni nette di titoli internazionali di alcuni mutuatari emergenti nel 2003, in base alla valuta e alla nazionalità dell'emittente

in miliardi di dollari USA

	Dollaro USA	Euro	Yen	Altre valute	Totale
Brasile	18,2	-1,6	-2,3	0,0	14,2
Corea	4,5	1,3	1,4	0,6	7,8
Taiwan, Cina	6,9	0,0	0,2	0,0	7,0
Russia	5,4	0,4	0,0	0,0	5,9
Polonia	0,9	4,5	0,2	0,0	5,5
Messico	4,2	1,1	-0,3	0,4	5,5
Filippine	4,0	0,3	-0,4	0,0	3,9
Sudafrica	2,0	0,8	0,0	-0,1	2,6
Cina	1,5	0,5	-0,3	0,6	2,3
Israele	2,0	0,0	0,0	0,0	2,1
Venezuela	2,7	-0,8	0,0	0,0	1,9

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.4

Particolarmente attivi sono stati gli emittenti sovrani dell'America latina: collocamenti di elevato ammontare, spesso di titoli a medio e a lungo termine che rispondono alla domanda di rendimento da parte degli investitori, sono stati effettuati dalla Repubblica federale del Brasile (un'obbligazione trentennale per \$1,5 miliardi), dagli Stati Uniti del Messico (una note quinquennale a tasso variabile per \$1 miliardo e un'obbligazione ventennale per £500 milioni) e dalla Repubblica Bolivariana del Venezuela (un'obbligazione trentennale per \$1 miliardo). Anche altri prenditori sovrani di solito meno presenti sul mercato hanno tratto profitto dalle favorevoli condizioni di finanziamento. La Repubblica del Cile, la Repubblica di Costa Rica e il governo della Giamaica hanno coperto fra gennaio e la prima parte di febbraio la totalità del proprio fabbisogno di finanziamento esterno per il 2004.

... dominata dai mutuatari sovrani latino-americani ...

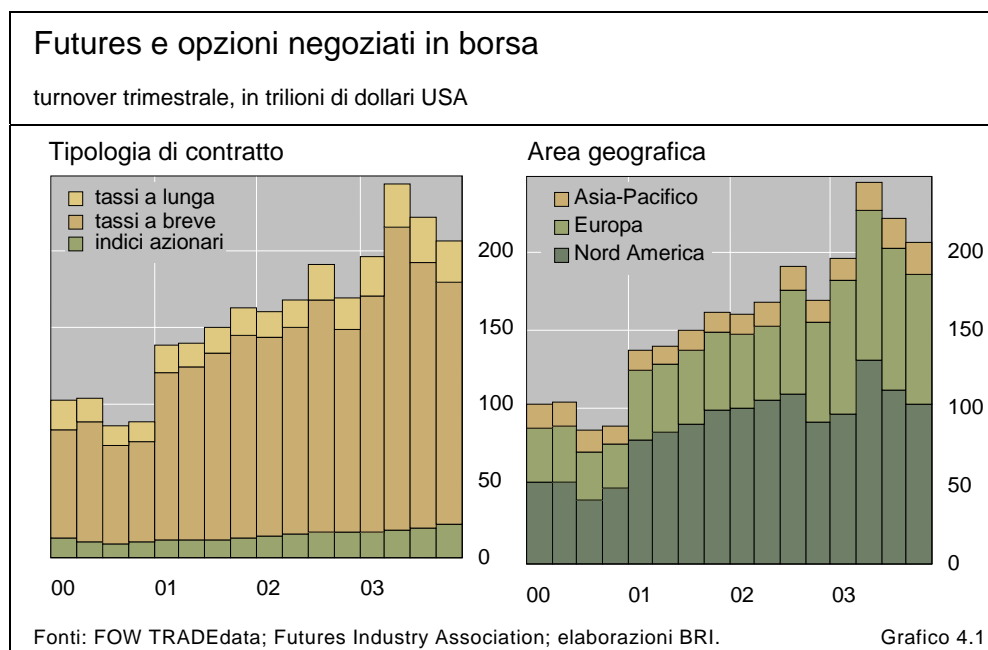
Anche l'attività di raccolta delle economie emergenti europee è stata consistente, ma assai più concentrata, con poche operazioni di elevato ammontare. Il 14 gennaio la Repubblica di Turchia si è assicurata bassi costi di finanziamento emettendo un prestito trentennale per \$1,5 miliardi, cui ha fatto seguito, ai primi di febbraio, un'obbligazione decennale per €1 miliardo. Meno di due settimane prima, la Repubblica d'Ungheria aveva coperto un terzo del proprio fabbisogno di finanziamento per il 2004 mediante un'emissione analoga. Un collocamento ancora maggiore, un'obbligazione quinquennale per €1,5 miliardi, era stato effettuato il 15 gennaio dalla Repubblica di Polonia nel quadro del suo programma EMTN.

... ed europei

4. I mercati degli strumenti derivati

Nel quarto trimestre 2003 il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate regolarmente dalla BRI è di nuovo diminuito: il valore complessivo degli scambi di contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute è ammontato a \$207 trilioni, con un calo del 7% rispetto al trimestre precedente (grafico 4.1). L'attività è stata diseguale fra le principali categorie di rischio di mercato: mentre i derivati su indici di borsa e su valute sono cresciuti a un ritmo moderato, quelli su tassi di interesse – il segmento più rilevante – hanno subito una sostanziale flessione che ha interessato tanto gli strumenti del mercato monetario quanto quelli su titoli governativi.

Nonostante ciò, se si considera l'intero 2003 il valore aggregato del turnover di derivati finanziari è aumentato sensibilmente, a \$874 trilioni (cfr. il riquadro a pag. 44), con un incremento del 26%, contro il 17 e il 55% del 2002 e del 2001 rispettivamente. Gli scambi sono stati sostenuti in tutte le principali categorie di rischio, specie nell'esiguo comparto degli strumenti valutari, dove l'attività è tornata vivace dopo un lungo periodo di ristagno.



Rallentano i contratti sul reddito fisso col ritorno a condizioni più distese

Nel quarto trimestre 2003 il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in contratti su tassi di interesse è diminuito del 9%, a \$184,5 trilioni, dopo un calo del 10% nel periodo precedente. Questo rallentamento dell'attività complessiva sul reddito fisso è riconducibile alla flessione segnata dai due principali segmenti di mercato, ossia i prodotti del mercato monetario e quelli su titoli governativi. I contratti su tassi a breve (fra gli altri, su eurodollaro, Euribor ed euroyen) sono diminuiti del 9%, a \$157,7 trilioni, mentre quelli a più lungo termine (come gli strumenti su titoli pubblici di Stati Uniti, Germania e Giappone) hanno perso il 10%, portandosi a \$26,7 trilioni (grafico 4.3).

Il calo delle negoziazioni di strumenti sul reddito fisso ha interessato la maggior parte delle regioni. Nel Nord America l'attività è scesa del 9%, a \$93,7 trilioni; i prodotti del mercato monetario hanno subito un calo dell'8% in termini di volume, a \$84,7 trilioni, mentre gli strumenti a più lungo termine hanno perso il 15%, scendendo a \$9 trilioni. A differenza dei precedenti trimestri del 2003, i contratti del mercato monetario e su titoli di Stato hanno mostrato andamenti pressoché analoghi in termini sia di futures sia di opzioni.

A prescindere dal rallentamento stagionale che spesso caratterizza l'ultima parte dell'anno, la riduzione complessiva dei prodotti su tassi USA a breve e a più lungo termine è imputabile a due fattori principali. In primo luogo, nel periodo in esame i mercati del reddito fisso USA hanno beneficiato di condizioni più distese, dopo la brusca variazione dei rendimenti sui titoli del Tesoro e di swap su tassi di interesse in dollari osservata fra metà giugno e metà agosto. Nel prendere atto del miglioramento delle prospettive economiche, i comunicati di ottobre e di dicembre del Federal Open Market Committee facevano intendere che la politica monetaria avrebbe mantenuto un orientamento accomodante per un considerevole periodo di tempo. Sebbene i rendimenti dei Treasuries abbiano subito episodiche pressioni al rialzo nel corso del trimestre, gli operatori hanno interpretato tali dichiarazioni come il segnale che la Fed non avrebbe aumentato i tassi ufficiali. Questa interpretazione sarebbe in linea con il calo registrato dalla volatilità implicita dei tassi sull'eurodollaro (grafico 4.2) e con la più contenuta assunzione di posizioni nei relativi contratti.

In secondo luogo, l'attività di posizionamento potrebbe essere stata ostacolata dal persistere dell'avversione al rischio nel mercato del debito pubblico USA, sulla scia delle notevoli oscillazioni dei rendimenti in estate. Nel periodo in esame lo spread tra la volatilità implicita delle opzioni su Treasuries e quella effettiva è rimasto insolitamente ampio (grafico 4.2), rispecchiando l'elevato premio richiesto dagli intermediari a fronte del rischio di mercato. Le pesanti perdite in cui alcuni dealer sarebbero incorsi nelle contrattazioni in proprio e nell'attività di market-making durante il terzo trimestre potrebbero aver provocato un ridimensionamento di quest'ultima nel quarto.

In Europa l'attività sul reddito fisso ha subito una contrazione del 9%, portandosi a \$79,5 trilioni. I contratti su tassi del mercato monetario e gli

L'attività in contratti sul reddito fisso subisce un calo ...

... nella maggior parte delle regioni ...

... di riflesso alle più distese condizioni sui mercati USA ...

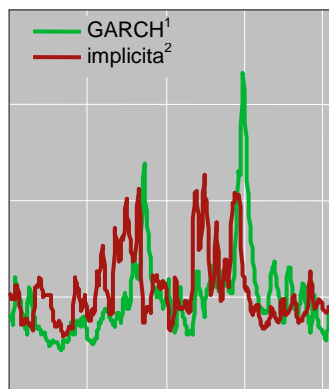
... e a una possibile persistenza dell'avversione al rischio

Reddito fisso: volatilità dei tassi principali

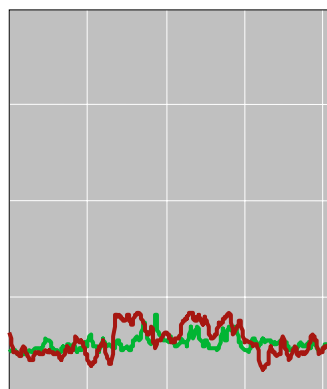
medie mobili di cinque giorni

Mercati monetari

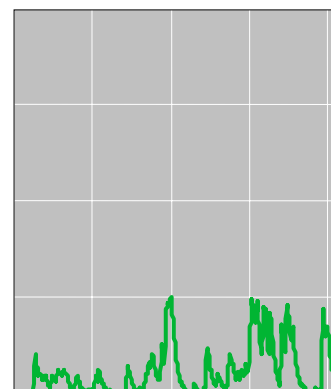
Eurodollaro



Euribor



Euroyen



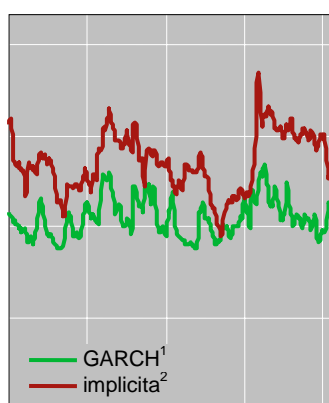
gen. 02 lug. 02 gen. 03 lug. 03 gen. 04

gen. 02 lug. 02 gen. 03 lug. 03 gen. 04

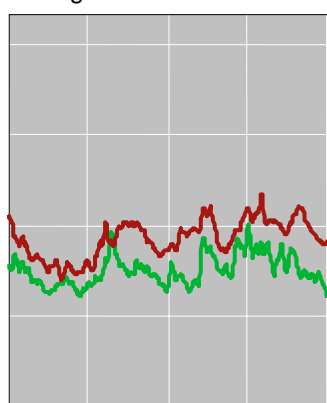
gen. 02 lug. 02 gen. 03 lug. 03 gen. 04

Mercati dei titoli pubblici decennali

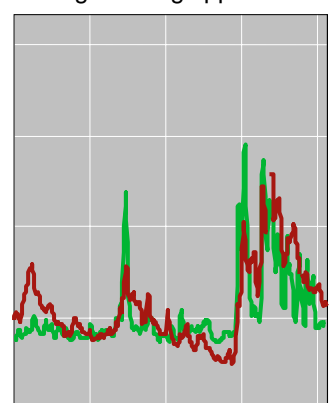
Note USA



Obbligazione tedesca



Obbligazione giapponese



gen. 02 lug. 02 gen. 03 lug. 03 gen. 04

gen. 02 lug. 02 gen. 03 lug. 03 gen. 04

gen. 02 lug. 02 gen. 03 lug. 03 gen. 04

¹ Volatilità condizionale annualizzata delle variazioni giornaliere nei rendimenti obbligazionari in base a un modello GARCH(1,1). ² Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni call "at-the-money".

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 4.2

Il grado di consenso sui tassi rallenta l'attività in Europa

scambi di strumenti a più lungo termine sono scesi rispettivamente del 9% (a \$64,1 trilioni) e dell'8% (a \$15,3 trilioni)¹. Il ridotto volume di attività in contratti del mercato monetario europeo è dovuto quasi interamente al calo degli scambi di opzioni su futures sull'Euribor a tre mesi. L'andamento previsto per i tassi a tre mesi impliciti nei futures sull'Euribor con consegna nel 2004 ha

¹ Va tuttavia osservato che il calo dell'attività europea sul reddito fisso in termini di dollari USA rappresenta una stima per difetto della sottostante riduzione degli scambi, poiché l'incremento del 6% nel valore medio dell'euro rispetto al dollaro tra il terzo e il quarto trimestre ha dilatato il valore in dollari delle transazioni. In termini di numero di contratti scambiati, il turnover effettivo in Europa si è ridotto del 13%.

Perdurante dinamismo dei mercati di borsa nel 2003

Le contrattazioni di borsa in derivati finanziari monitorate dalla BRI hanno continuato a crescere rapidamente nel 2003; il turnover ha segnato un'espansione del 26%, a \$874 trilioni, dopo gli aumenti rispettivamente del 17 e del 55% nel 2002 e nel 2001. L'attività è stata intensa in tutte le principali categorie di rischio. L'aumento in termini di dollari è ascrivibile soprattutto ai contratti su tassi a breve, ma è stato l'esiguo mercato valutario a far registrare il più rapido ritmo di crescita.

L'attività sul reddito fisso in Europa trae beneficio dall'accresciuta liquidità

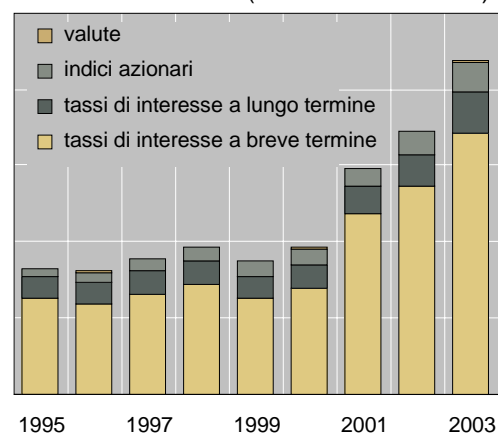
Gli scambi globali di strumenti sul reddito fisso, il più ampio segmento dei mercati borsistici, sono saliti del 27%, a \$794 trilioni. I contratti del mercato monetario, compresi futures e opzioni su eurodollaro, Euribor ed euroyen, hanno fatto segnare il maggior aumento in termini di dollari (25%, pari a \$137 miliardi), salendo a \$683 trilioni. I contratti sul più lungo termine, principalmente su titoli governativi, sono tuttavia cresciuti in misura maggiore (del 41%, a \$111 trilioni).

Uno degli sviluppi più degni di nota nell'ambito dei prodotti del mercato monetario è stata l'espansione particolarmente forte dell'attività nelle borse europee, dove le negoziazioni – specie sull'Euribor – sono balzate del 64%, a \$278 trilioni, contro un aumento del 7%, a \$369 trilioni, in Nord America. Decisamente vivaci sono stati gli scambi di opzioni su tassi europei a breve, cresciuti del 111%, a \$83 trilioni, rispetto al 50% di aumento segnato dai corrispondenti futures, saliti a \$195 trilioni. A partire dal 2002 l'attività europea in derivati del mercato monetario ha recuperato rapidamente terreno rispetto a quella nordamericana. Il mutamento delle aspettative circa l'orientamento della politica monetaria nell'area dell'euro ha contribuito all'espansione del segmento a breve termine, ma le contrattazioni avrebbero tratto slancio anche dall'accresciuta liquidità degli strumenti over-the-counter (OTC) indicizzati all'Euribor. In particolare, il mercato degli swap di tasso in euro ha continuato a crescere vigorosamente nel 2003, generando un flusso di transazioni indirette di copertura in futures sull'Euribor. Il ragguardevole incremento delle opzioni di borsa potrebbe scaturire da uno spostamento di parte dell'attività dai mercati derivati OTC. Nella seconda metà del 2003 la volatilità di varie tipologie di prodotti opzionari OTC, comprese le swaption su tassi di interesse, ha raggiunto livelli insolitamente elevati, inducendo forse alcuni operatori a privilegiare strumenti negoziati su mercati organizzati.

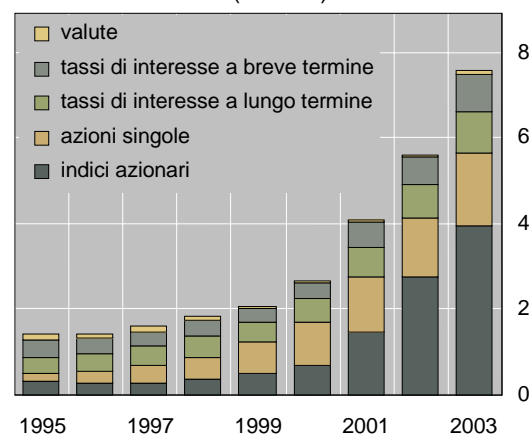
Anche l'attività sul reddito fisso a medio-lungo termine è stata più dinamica nelle borse europee che non nelle altre principali aree geografiche: in Europa le contrattazioni sono salite del 49%, a \$66 trilioni, contro un aumento del 36%, a \$36 trilioni, in Nord America. Così come osservato per l'attività su tassi a breve, anche per i prodotti su titoli pubblici le opzioni sono state oggetto di scambi particolarmente vivaci, segnando un aumento dell'86%, a \$5,6 trilioni, contro quello del 46% dei futures, portatisi a \$60 trilioni. L'attività in derivati su obbligazioni governative in Europa e Nord America è stata alimentata dalle brusche oscillazioni dei tassi di interesse a lunga nei primi tre trimestri del 2003. I forti rialzi sui mercati del reddito fisso nella prima metà dell'anno e la loro successiva inversione a partire da fine giugno hanno generato un cospicuo volume di transazioni a fini di ribilanciamento. Le istituzioni finanziarie, in particolare, fanno ampio ricorso ai futures e alle opzioni sul reddito fisso per aggiustare la duration delle loro attività e passività al variare dei tassi di

Turnover di borsa in derivati finanziari, per ampie categorie di rischio di mercato

Ammontari nozionali (trilioni di dollari USA)



Numero di contratti (miliardi)



Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; elaborazioni BRI.

interesse; queste strategie di "immunizzazione" creano una correlazione positiva fra transazioni e movimenti di mercato.

A titolo di raffronto, l'attività sul reddito fisso nelle borse della regione Asia-Pacifico – relativamente minori in termini dimensionali – è stata piuttosto modesta. Gli scambi di contratti del mercato monetario sono saliti dell'8%, a \$32 trilioni, e quelli di prodotti su titoli pubblici del 12%, a \$9 trilioni. La principale eccezione a questa dinamica di crescita moderata è stata l'Australia, dove le negoziazioni su tassi a breve e su titoli governativi hanno segnato un aumento complessivo del 59%, fino a sfiorare i \$10 trilioni. Questo netto incremento sembra riconducibile alla copertura di nuove emissioni nel mercato delle obbligazioni societarie e a un riaggiustamento delle posizioni dopo gli aumenti del "cash rate" obiettivo attuati in novembre e dicembre dalla Reserve Bank of Australia.

L'Asia traina gli scambi su indici azionari

L'attività globale in contratti su indici azionari è salita del 20%, a \$75,5 trilioni, ma i tassi di crescita sono stati assai divergenti tra le principali aree geografiche: il turnover è aumentato del 48% (a \$27,8 trilioni) nella regione Asia-Pacifico e del 19% (a \$14,7 trilioni) in Europa. Il notevole incremento in Asia è ancora una volta attribuibile soprattutto agli intensi scambi di opzioni sull'indice KOSPI 200 della borsa coreana, saliti del 49%, a \$21 trilioni. Le negoziazioni di opzioni in Corea – introdotte nel 1997 – hanno segnato una crescita esponenziale negli ultimi anni. Gli scambi di contratti su indici azionari giapponesi sono aumentati del 40%, a \$3 trilioni, un timido recupero dopo il ristagno osservato negli ultimi anni. Molto più fiacca è stata invece l'attività in Nord America (+4%, a \$32,3 trilioni). Il movimento al rialzo dei mercati azionari USA a partire da marzo si è accompagnato a un significativo calo della volatilità, effettiva e implicita, che potrebbe avere inibito la domanda di protezione da parte degli investitori.

I contratti su azioni singole, il cui turnover è misurato unicamente in termini di numero di contratti scambiati, hanno anch'essi fatto registrare un'espansione, pari al 20%, salendo a 1,7 miliardi. L'attività di borsa è cresciuta del 17%, a 837 milioni di contratti, in Nord America e dell'8%, a 592 milioni, in Europa. Le negoziazioni nella regione Asia-Pacifico sono balzate del 112%, a 43 milioni di contratti, principalmente per effetto dell'avvio presso le borse indiane delle contrattazioni in opzioni. L'attività nel resto del mondo ha ricevuto un forte impulso dall'aumento di futures e opzioni in Brasile, saliti del 96%, a 176 milioni.

Recupero dei contratti valutari grazie alla debolezza del dollaro

Nel 2003 i contratti valutari di borsa, che rappresentano meno dell'1% del turnover complessivo dei derivati finanziari, sono cresciuti del 51%, a \$4,4 trilioni. Negli ultimi anni essi sembrano essersi ripresi da un lungo periodo di ristagno, grazie soprattutto al significativo aumento del turnover di futures sulla coppia dollaro/euro presso il Chicago Mercantile Exchange (CME), la maggiore borsa al mondo per gli strumenti valutari. Gli scambi di tali contratti sono stati sospinti dalla ricerca di protezione a fronte del pronunciato deprezzamento del dollaro sui mercati dei cambi. Alimentate dall'appello di settembre del G7 in favore di una maggiore flessibilità dei tassi di cambio, anche le negoziazioni di futures sulla coppia dollaro/yen sono notevolmente cresciute. Gli operatori di mercato hanno fatto rilevare come l'introduzione nell'aprile 2001 della negoziazione elettronica 24 ore su 24 per i contratti valutari scambiati al CME abbia contribuito ad ampliare la gamma dei trader attivi in questo segmento. La contrattazione elettronica di strumenti su valute potrebbe consentire alle borse di competere più efficacemente con il ben più esteso mercato OTC.

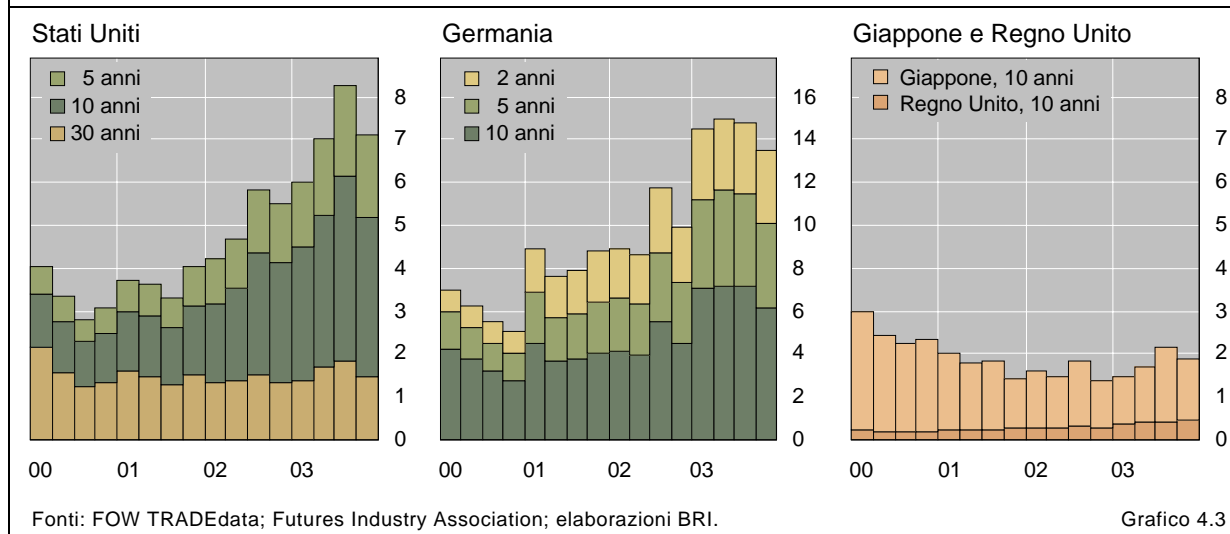
Crescono i contratti su merci all'aumentare dei corsi delle materie prime

Anche l'attività su merci, misurata dal numero di contratti scambiati, si è incrementata lo scorso anno: il turnover complessivo è salito del 10%, a 530 milioni di contratti. Gli scambi su metalli preziosi e non preziosi, che rappresentano insieme un terzo del turnover totale su merci, sono stati particolarmente esuberanti, guadagnando rispettivamente il 26 e il 30%. L'attività in derivati su metalli non preziosi sembra essere stata sospinta dalle maggiori aspettative di ripresa dell'attività economica globale, mentre quella su metalli preziosi – specie l'oro – ha in certa misura ricalcato i movimenti del dollaro, fungendo da attività rifugio allorché se ne è accelerato il cedimento. Al confronto, l'attività su prodotti agricoli ed energetici è stata fiacca, con un aumento del turnover pari rispettivamente al 4 e al 2%.

registrato un aumento significativo durante il quarto trimestre. Nondimeno, gli operatori sono sembrati mostrare un diffuso consenso circa l'evoluzione nell'immediato dei tassi a breve, come indica la bassa volatilità delle opzioni

Futures su obbligazioni governative

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



sui tassi Euribor a tre mesi (grafico 4.2). Il rallentamento degli scambi di contratti su titoli di Stato europei è riconducibile in ampia misura alla più debole attività in futures e opzioni su obbligazioni tedesche a dieci anni, dovuta con tutta probabilità alla minore incertezza sui mercati a più lungo termine.

Nella regione Asia-Pacifico gli scambi di prodotti su tassi di interesse sono scesi dell'11%, a \$10,3 trilioni. L'attività in Giappone e a Singapore, le due principali piazze asiatiche per gli strumenti sul reddito fisso, si è posta tuttavia in netto contrasto con quella in Australia, il terzo centro mondiale per importanza: nei primi due paesi le negoziazioni hanno subito una contrazione rispettivamente del 19 e 18%, mentre in Australia sono aumentate del 15%. Il calo del Giappone ha rispecchiato le più distese condizioni di mercato subentrate all'impennata delle operazioni speculative del trimestre precedente (cfr. *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2003), mentre quello di Singapore è principalmente riconducibile agli scambi sull'eurodollaro, ridottisi in previsione di una invarianza dei tassi USA a breve. Il dinamismo dell'attività in Australia è dovuto a diversi fattori. Anzitutto, la decisione della banca centrale di aumentare il "cash rate" obiettivo agli inizi di novembre ha anticipato di poco le aspettative degli operatori, spingendoli a riaggiustare alcune delle posizioni nei mercati monetario e dei titoli pubblici. In secondo luogo, gli intermediari sono attivamente ricorsi ai contratti su obbligazioni governative per coprire un flusso costante di emissioni obbligazionarie private. Infine, gli investitori esteri hanno dimostrato una spiccata propensione per i titoli in dollari australiani, utilizzando forse i corrispondenti futures per fissare in anticipo il loro prezzo di acquisto.

Calano le operazioni in strumenti di tasso nella regione Asia-Pacifico ...

... tranne in Australia, dove gli scambi registrano un'impennata

Contratti azionari in crescita nonostante il calo della volatilità

Gli scambi di contratti su indici azionari hanno segnato un recupero nel quarto trimestre dell'anno scorso, portandosi a \$21,8 trilioni, con un aumento del 13% rispetto al periodo precedente; le opzioni (+19%, a \$12,8 trilioni) sono cresciute

I derivati su indici azionari crescono ...

... più in Asia e in Europa ...

più velocemente dei futures (+7%, a \$9,0 trilioni)². L'espansione ha interessato in misura decisamente maggiore l'Asia e l'Europa, con aumenti rispettivamente del 26 e del 10% (a \$9 e 4 trilioni)³. In Asia l'andamento euforico delle contrattazioni ha rispecchiato quasi interamente l'accelerazione degli scambi opzionari sull'indice KOSPI 200 presso la borsa coreana. In Europa l'incremento è stato particolarmente rapido sulle piazze tedesche, che hanno guadagnato il 14%, grazie soprattutto agli strumenti sugli indici Dow Jones EURO STOXX 50 e Dow Jones STOXX 50. Tali contratti sarebbero stati sospinti dai timori che il deprezzamento del dollaro potesse ripercuotersi negativamente sulla redditività delle società esportatrici europee. Nel Nord America l'attività in strumenti derivati è cresciuta a un ritmo comparativamente più lento; le borse USA, in particolare, hanno registrato un incremento del 3%, a \$8 trilioni, quasi interamente imputabile alle opzioni sull'indice S&P 500 negoziate presso il Chicago Board Options Exchange (CBOE).

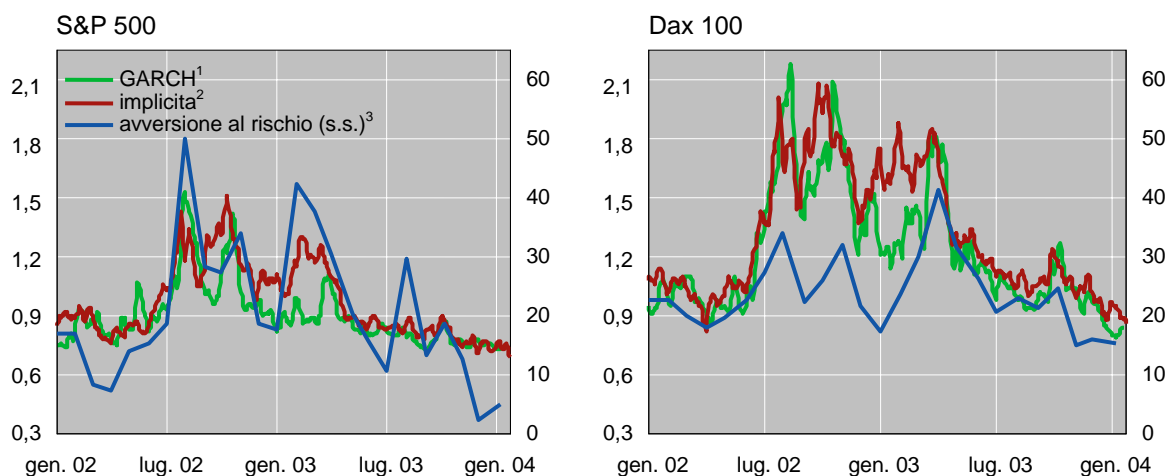
... che non negli Stati Uniti ...

L'accelerazione complessiva dell'attività è tanto più sorprendente se si considera che essa ha coinciso con un ulteriore calo dell'incertezza sui mercati. La volatilità implicita e quella effettiva hanno continuato a scendere dai massimi toccati nel 2002 (grafico 4.4), il che avrebbe dovuto limitare la

... malgrado la minore volatilità ...

Volatilità dei principali mercati azionari

medie mobili di cinque giorni



¹ Varianza condizionale annualizzata dei rendimenti azionari giornalieri in base a un modello GARCH(1,1). ² Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni call "at-the-money". ³ Interpolazione mensile.

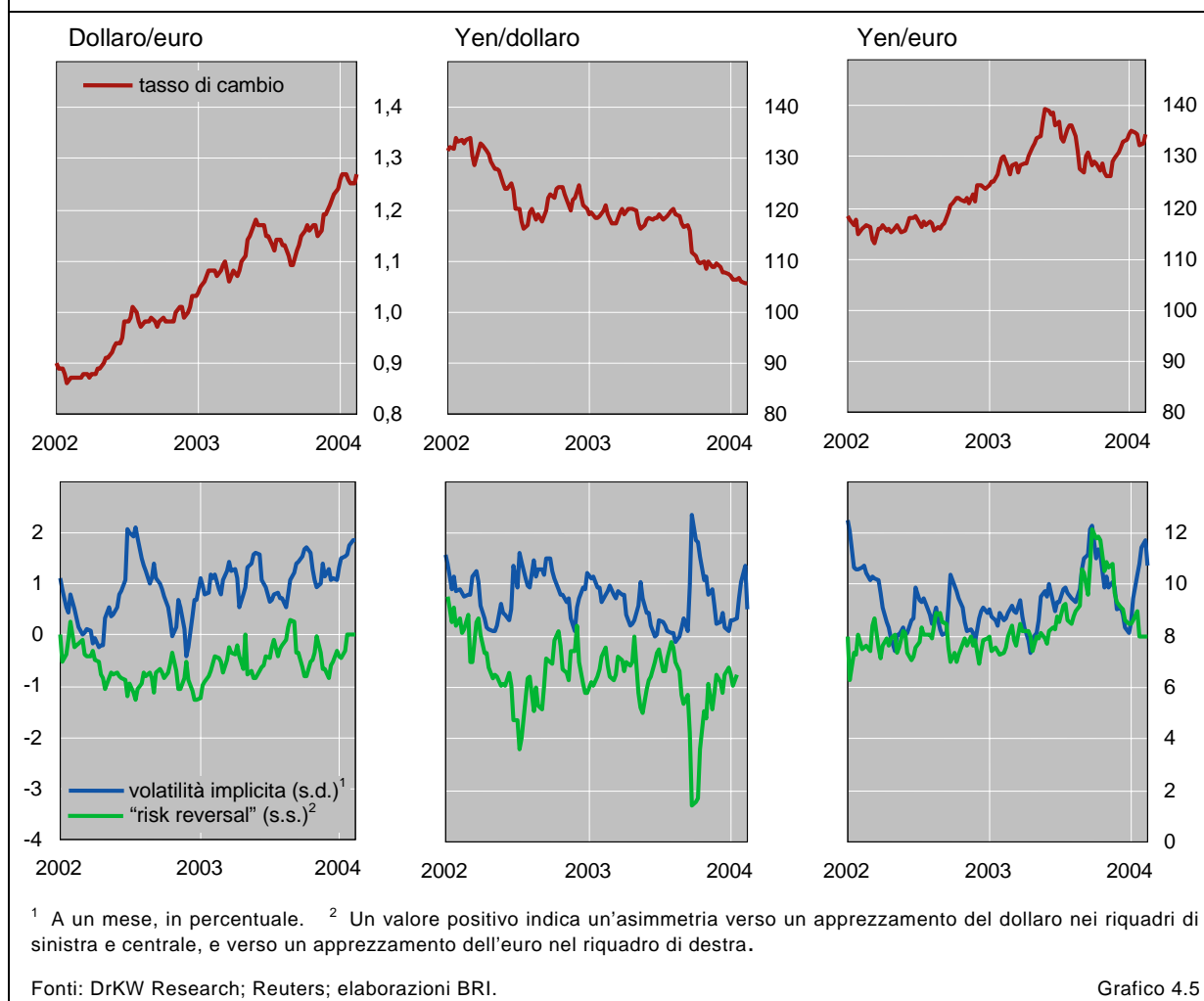
Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 4.4

² Calcolando la variazione rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, ossia per tener conto di eventuali fattori stagionali, l'incremento delle negoziazioni di derivati su indici azionari nell'ultimo trimestre 2003 è persino maggiore: il 28% sia per i futures che per le opzioni.

³ L'accresciuto valore in dollari dell'attività in Europa va in gran parte ricondotto all'incremento del 6% nel valore medio dell'euro in rapporto al dollaro USA tra il terzo e il quarto trimestre 2003. Gli effetti di cambio hanno agito nella direzione opposta in Asia, dove il valore in dollari degli scambi di contratti coreani è diminuito a causa del tasso di cambio won/dollaro, deprezzatosi del 4%.

Tassi di cambio, volatilità implicita e "risk reversal"



domanda di protezione dal rischio di mercato offerta dalle opzioni. Tuttavia, altri fattori possono aver provocato una variazione nel costo della protezione contro il "downside risk". Fra questi vi è il prezzo di mercato del rischio, misurato dal coefficiente dell'avversione al rischio desunto dalle opzioni su indici azionari, che ha seguito una tendenza calante a partire da metà 2002 (cfr. "Quadro generale degli sviluppi").

All'origine del maggior volume di scambi potrebbe esservi una insolita quanto ampia disparità di vedute tra gli operatori circa il vigore della ripresa economica globale. Di norma, infatti, la compravendita di attività aumenta quando il mercato è in disaccordo sull'evoluzione delle variabili fondamentali. È quanto sarebbe accaduto dal marzo 2003, allorché gli analisti interpellati da Consensus Economics hanno cominciato a mostrare opinioni sempre più divergenti riguardo alle aspettative di crescita del PIL negli Stati Uniti e in Europa per il 2004. Per quanto concerne gli USA, le previsioni di novembre variavano tra il 3,7 e il 5,1%, contro il 3,3–4,4% di settembre.

Insieme ai derivati su indici azionari sono cresciuti anche i contratti su azioni singole, con un incremento del turnover pari al 7% in termini di numero di contratti. Le opzioni, oltre la metà delle quali negoziata sulle borse USA,

... e in presenza di un maggiore disaccordo circa la crescita futura

rappresentano il 97% del totale. L'attività globale in tale tipologia di contratti resta concentrata sull'International Securities Exchange e sul CBOE. Nel quarto trimestre l'impiego di questi strumenti ha registrato una forte crescita negli USA (quasi il 20%) e in Asia, peraltro rallentando pressoché ovunque in Europa, specie in Francia e Germania.

La debolezza del dollaro spinge i contratti valutari

Crescono i futures valutari ...

Nel quarto trimestre 2003 il volume delle negoziazioni di borsa in derivati valutari, che rappresentano solo una quota esigua del valore dei contratti finanziari rilevati dalla BRI, ha raggiunto la cifra di \$1,2 trilioni nominali, con un aumento del 9%; l'espansione va ricondotta essenzialmente ai futures (saliti del 10%, a \$1,1 trilioni). Gli scambi di derivati valutari restano concentrati presso le borse USA, cui fa capo quasi il 90% del turnover globale.

... tra le aspettative di un indebolimento del dollaro

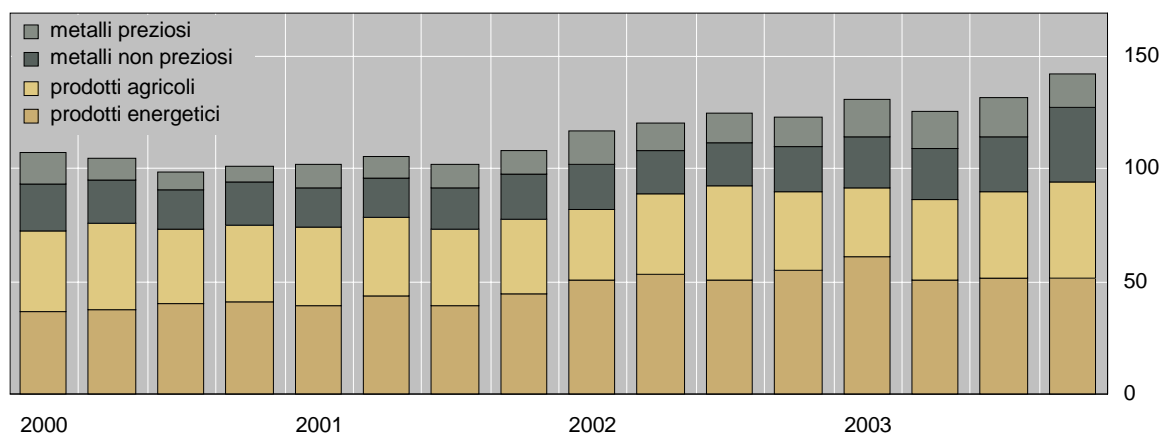
Di recente l'attività pare essere stata influenzata dai movimenti del dollaro: i futures hanno registrato una brusca impennata in dicembre, quando la valuta USA ha oltrepassato la soglia di \$1,2 nei confronti dell'euro. L'aumento è stato alimentato dalla clientela alla ricerca di protezione, di fronte alle persistenti aspettative di un deprezzamento del dollaro sull'euro e sullo yen, come mostra l'indicatore del "risk reversal" implicito nei prezzi delle opzioni valutarie (grafico 4.5).

La ripresa globale e la fuga verso la sicurezza trainano i contratti su merci

Nel periodo sotto rassegna il volume dei derivati su merci, calcolato in base al numero di contratti negoziati, è aumentato dell'8%. Gli scambi sono stati particolarmente sostenuti nel comparto dei metalli non preziosi, cresciuto del 36% (grafico 4.6). L'attività in questi derivati, rappresentata perlopiù da futures, è stata trainata dalla correzione al rialzo della crescita attesa del PIL nella maggior parte delle regioni.

Contratti su merci negoziati in borsa, in base al sottostante

numero complessivo di contratti (in milioni)



Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; elaborazioni BRI.

Grafico 4.6

I derivati su metalli preziosi sono invece calati di quasi il 20% nel trimestre in esame; tuttavia, i contratti in essere – ossia le posizioni non ancora pareggiate con operazioni di segno opposto – sono aumentati del 57% tra la fine del 2002 e la fine del terzo trimestre 2003, e ciò induce a ritenere che il metallo prezioso abbia assunto il ruolo di attività rifugio in un periodo caratterizzato da una marcata debolezza del dollaro. Le posizioni aperte sono successivamente tornate ai livelli di fine 2002, forse perché il netto aumento del prezzo dell'oro ha indotto molti investitori a trarne profitto esercitando il diritto di opzione o chiudendo le posizioni in futures.

L'oro è considerato un'attività sicura

Indebitamento delle famiglie e macroeconomia¹

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

Classificazione JEL: E210, E520.

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

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

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

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

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

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

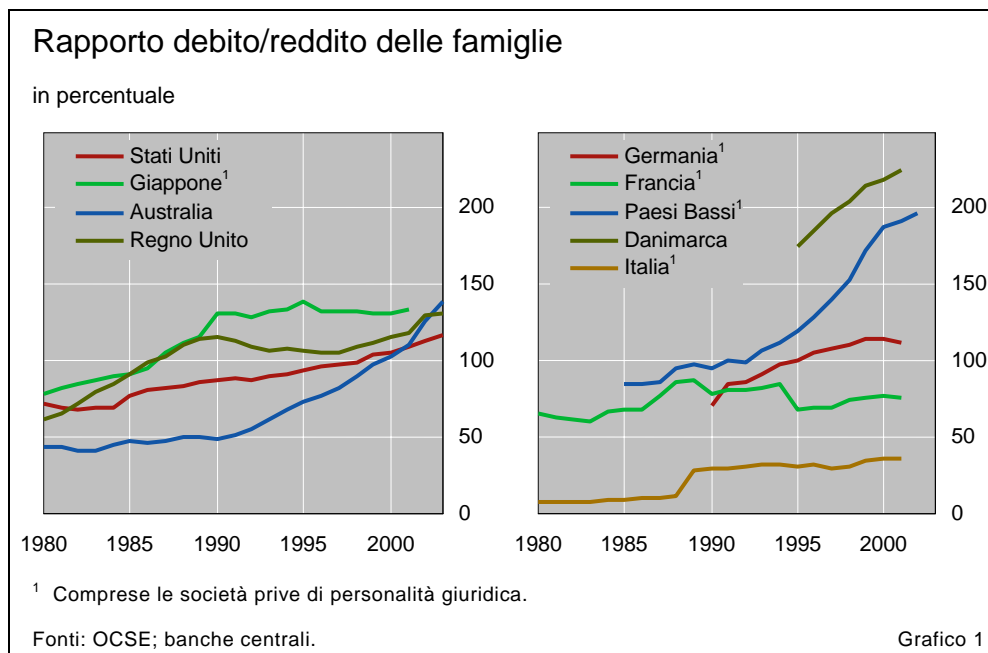
Analisi del fenomeno

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

Forte crescita del debito delle famiglie

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

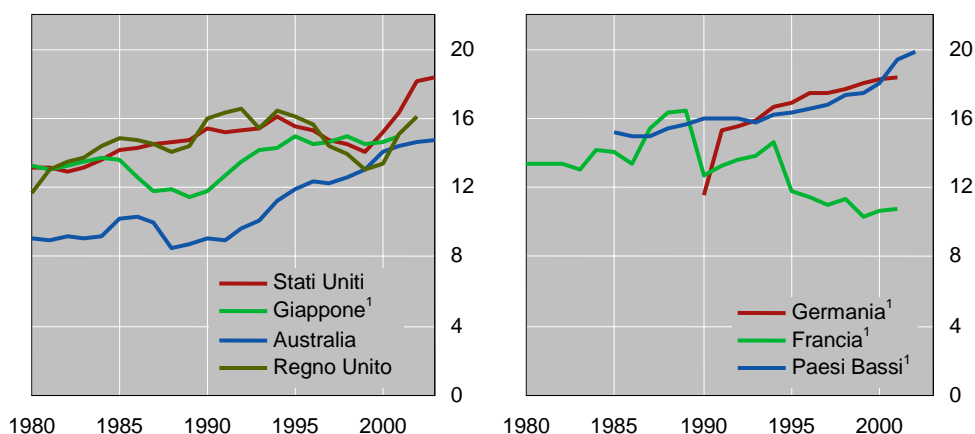
L'indebitamento è in gran parte destinato all'acquisto di abitazioni



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

Rapporto debito/attività delle famiglie

in percentuale



¹ Comprese le società prive di personalità giuridica.

Fonti: OCSE; banche centrali.

Grafico 2

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

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

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

Il grado di leva non è cresciuto molto ...

... così come il servizio del debito

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

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

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

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

Il debito varia notevolmente all'interno del settore famiglie

Cause dell'aumento del debito

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

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

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

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

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

I vincoli di liquidità
si sono allentati ...

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

... ma non sono
scomparsi

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

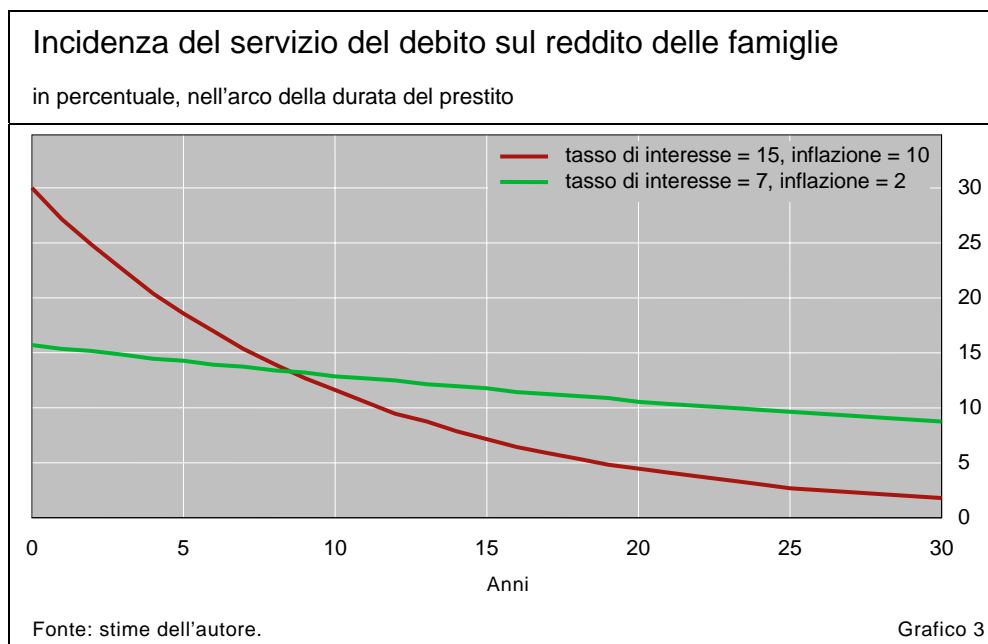
Una minore inflazione
può innalzare
il rapporto indebitamento/reddito ...

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

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

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

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



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

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

Sull'indebitamento influisce anche il regime fiscale

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

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

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

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

Implicazioni macroeconomiche

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

Le famiglie saranno più sensibili a ...

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

Calo del reddito delle famiglie

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

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

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

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

Cali dei prezzi delle abitazioni

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

... ribassi dei prezzi
delle abitazioni ...

Variazioni dei tassi di interesse

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

... e variazioni dei
tassi di interesse

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

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

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

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

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

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

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

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

Mutui a tasso variabile: il rischio ricade sulle famiglie

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Smobilizzi delle plusvalenze immobiliari

Maggiore tendenza alla monetizzazione del capitale immobiliare

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

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

Più facile accesso alla liquidità immobiliare

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Conclusioni

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

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

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

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

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

Riferimenti bibliografici

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Determinanti della dinamica dei prezzi abitativi: evidenze tratte da vari paesi¹

I prezzi delle abitazioni dipendono in genere dall'inflazione, dalla curva dei rendimenti e dal credito bancario, ma risentono altresì delle differenze esistenti tra i mercati ipotecari nazionali. Tali prezzi risultano più sensibili ai tassi a breve nei sistemi in cui prevalgono i mutui ipotecari a tasso variabile ed esercitano un feedback maggiore sul credito bancario in presenza di politiche di prestito più aggressive.

Classificazione JEL: G120, G210, C320.

L'abitazione rappresenta il bene singolo più rilevante per gran parte delle famiglie, e le attività il cui valore è collegato a immobili residenziali costituiscono un'importante componente del portafoglio aggregato degli intermediari finanziari. Di conseguenza, il comportamento dei prezzi abitativi influenza non solo le dinamiche del ciclo economico – agendo sulla spesa aggregata – ma anche la performance del sistema finanziario, attraverso gli effetti prodotti sulla redditività e sulla solidità delle istituzioni che ne fanno parte. La comprensione di tale comportamento è quindi di primario interesse per le banche centrali, cui è demandato il compito di preservare la stabilità dei prezzi e dei mercati finanziari.

Sotto il profilo della politica economica riveste particolare importanza il rapporto tra prezzi delle abitazioni e struttura dei mercati per il finanziamento ipotecario. Poiché l'acquisto di una casa comporta generalmente il ricorso al finanziamento esterno, il costo del credito ipotecario e le condizioni alle quali esso viene reso disponibile esercitano un importante influsso sulla dinamica dei prezzi immobiliari. Specularmente, il servizio dei mutui ipotecari in essere – che da tale dinamica è in parte determinato – ha ripercussioni sulla solidità dei prestatori, nonché sulla loro capacità e disponibilità a erogare credito.

Nel presente saggio monografico si applica uno schema corrente di analisi empirica per analizzare le principali forze che agiscono sui prezzi aggregati degli immobili residenziali in un certo numero di paesi industriali. Accanto agli aspetti comuni nelle dinamiche dei prezzi delle abitazioni vengono esaminate le ampie differenze riscontrate tra i vari paesi, ponendole in relazione con i

¹ Le opinioni espresse dagli autori nel presente studio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.

caratteri distintivi dei mercati nazionali per il finanziamento immobiliare. Il risultato di maggior spicco dell'analisi è la preminenza dell'inflazione quale determinante dei prezzi reali delle abitazioni, nonostante le marcate differenze nella struttura dei singoli mercati nazionali. Altresì degno di nota è il fatto che l'effetto di retroazione ("feedback") dei prezzi degli immobili residenziali sull'espansione del credito è maggiore nei paesi in cui si impiegano metodi più sensibili al mercato nella valutazione contabile delle ipoteche. Ciò fa ritenere che le regole prudenziali esercitino un certo impatto sul comovimento tra prezzi degli immobili residenziali e performance del sistema finanziario.

La restante parte di questo studio è strutturata in due sezioni. La prima presenta una rassegna delle determinanti dei prezzi abitativi e degli schemi di finanziamento prevalenti nei paesi considerati. La seconda sezione esamina le risultanze dell'analisi empirica e la variazione nell'importanza relativa dei diversi fattori in connessione con le caratteristiche strutturali dei vari mercati nazionali.

Analisi economica della determinazione dei prezzi delle abitazioni

I prezzi degli immobili residenziali sono caratterizzati da fluttuazioni cicliche di lunga durata. Il grafico 1 mostra l'evoluzione dei prezzi corretti per l'inflazione in 17 economie industrializzate tra il 1970 e il 2003. In questi 33 anni ciascuno dei paesi considerati è stato interessato da circa due cicli completi². Nella maggior parte dei casi è inoltre osservabile un boom dei prezzi delle abitazioni dopo la metà degli anni novanta. In effetti la prolungata ascesa dei prezzi abitativi ha superato per durata quella dei corsi azionari e, nonostante le recenti indicazioni di un suo rallentamento, non vi è alcun segno di un'analogia inversione di tendenza³.

Questo quadro d'insieme non rende tuttavia conto delle considerevoli differenze riscontrabili nelle esperienze dei singoli paesi. Nel periodo in esame, l'aumento dei prezzi delle abitazioni è stato particolarmente sostenuto in Irlanda, nei Paesi Bassi e nel Regno Unito, segnando tassi medi di crescita superiori all'11% in ragione d'anno. Seguono da vicino Australia, Spagna e alcuni paesi nordici, dove la crescita è accelerata negli ultimi anni. I prezzi degli immobili residenziali si situano attualmente a livelli record negli Stati Uniti, dopo anni di crescita ininterrotta. Al polo opposto si collocano Germania e Svizzera, i cui prezzi sono rimasti alquanto stabili di recente, sebbene quest'ultimo paese avesse registrato un ciclo "boom and bust" tra gli ultimi anni ottanta e i primi anni novanta. Una tendenza al ribasso dei prezzi delle abitazioni è poi riscontrabile in Giappone a partire dallo scoppio della cosiddetta "bubble economy", agli inizi degli anni novanta. Nel prosieguo

I cicli dei prezzi
delle abitazioni ...

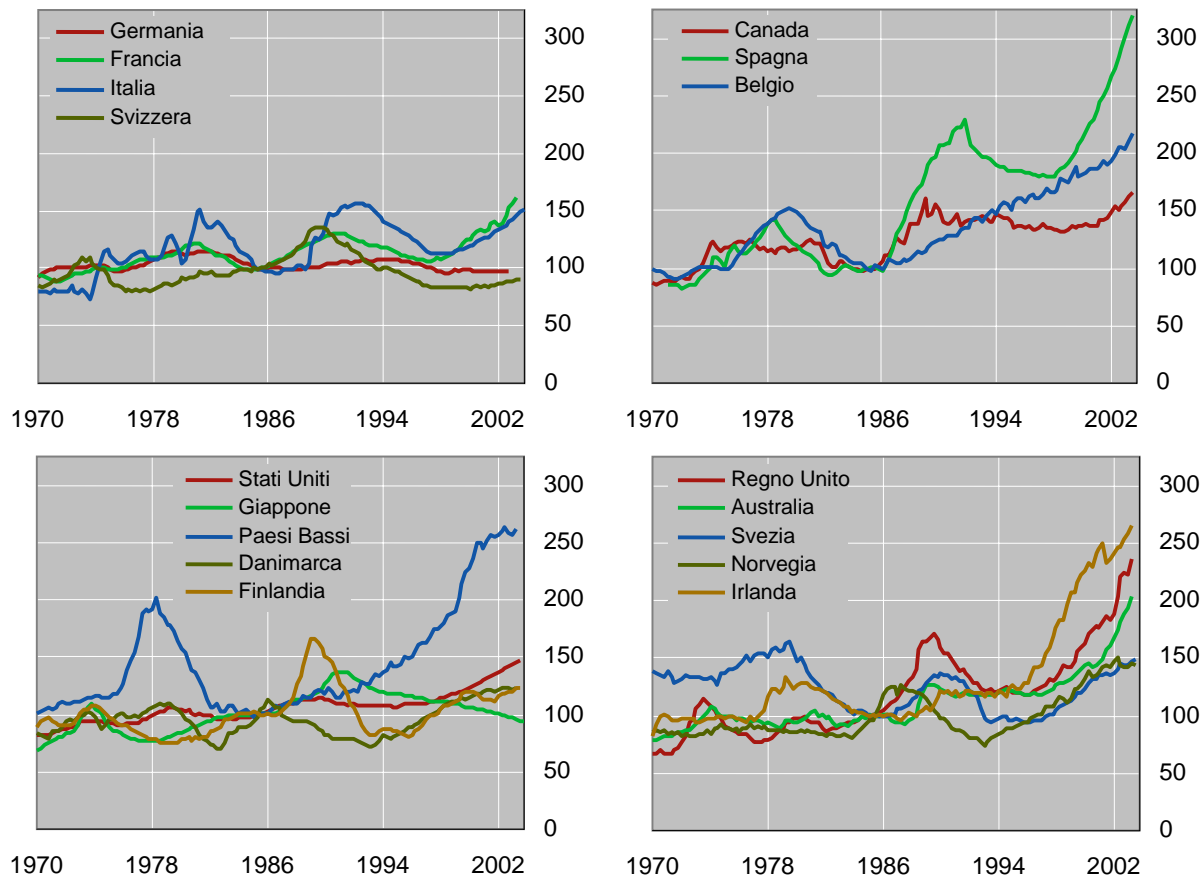
... differiscono tra i
vari paesi

² I paesi considerati sono: Australia, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.

³ Per un'analisi e una trattazione più dettagliate del rapporto tra i punti di svolta nei cicli dei prezzi sui mercati azionario e immobiliare, cfr. Borio e McGuire (2004).

Prezzi delle abitazioni corretti per l'inflazione¹

dati trimestrali; 1985 = 100



¹ Prezzi nominali delle abitazioni corretti per il deflatore dei prezzi al consumo. Per Francia, Germania, Giappone e Italia, i valori trimestrali sono ottenuti da dati a più bassa frequenza mediante le tecniche di interpolazione di Ginsburgh.

Fonti: Japan Real Estate Institute; Nomisma; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 1

di questa sezione verranno esaminate le principali determinanti dei prezzi delle abitazioni cui sono riconducibili alcune delle disparità nelle esperienze dei vari paesi, con particolare attenzione ai fattori attinenti alla struttura del finanziamento ipotecario.

Determinanti dei prezzi delle abitazioni

Determinanti di lungo periodo ...

All'interno dei fattori di domanda e offerta che determinano i prezzi reali delle abitazioni è utile operare una distinzione tra quelli che esercitano un influsso di più lungo periodo e quelli che, al contrario, agiscono sulle dinamiche a breve termine. Tra i fattori che influenzano la domanda di immobili residenziali su orizzonti più estesi figurano la crescita del reddito disponibile delle famiglie, le gradualità variazioni demografiche (come quelle nell'incidenza relativa delle generazioni più anziane e più giovani), gli aspetti strutturali del sistema fiscale che possono incoraggiare la proprietà della casa di abitazione rispetto ad altre forme di accumulazione di ricchezza, e infine il livello medio dei tassi di interesse (possibilmente collegato all'andamento di lungo periodo dell'inflazione). La disponibilità e il prezzo dei terreni, il costo dell'edificazione e gli investimenti destinati al miglioramento qualitativo dello stock di abitazioni

esistenti costituiscono invece determinanti di più lungo periodo dell'offerta di abitazioni.

I mercati degli immobili residenziali, tuttavia, hanno necessariamente carattere locale. Pertanto, la crescita dello stock di abitazioni può essere frenata nel breve termine per effetto di vari fattori, quali la durata delle fasi di progettazione e costruzione, nonché l'inerzia degli schemi vigenti di pianificazione territoriale. Da ciò si intuisce come aspetti idiosincratici nazionali possano comportare differenze significative nelle dinamiche dei prezzi in paesi diversi⁴. Tra questi, un insieme di fattori riguarda le condizioni prevalenti nell'erogazione di finanziamenti per l'acquisto delle abitazioni, mentre un altro fattore che influisce sulla liquidità del mercato degli immobili residenziali deriva dalla specifica struttura dei costi transattivi, come ad esempio il livello dell'IVA, le imposte di bollo e di registro e quelle di successione. Infine, il clima di incertezza riguardo alle prospettive future che segue a periodi di accresciuta volatilità dei prezzi delle abitazioni porta in genere il settore edilizio a rispondere con maggiore cautela alle variazioni della domanda, data l'intrinseca irreversibilità di questa tipologia di investimenti.

... e fattori a breve termine

Finanziamento immobiliare

Più che per ogni altra voce di spesa delle famiglie, le decisioni in materia di investimento immobiliare dipendono in maniera cruciale dalla disponibilità, dal costo e dalla flessibilità del credito. Questi fattori possono provocare variazioni a breve nella domanda di abitazioni, così come del resto i rendimenti di altre classi di attività, che determinano il costo-opportunità degli investimenti immobiliari. Data la lenta risposta dell'offerta, tali determinanti della domanda svolgono un ruolo cardine nel forgiare le dinamiche di breve periodo dei prezzi delle abitazioni.

Prevalente ricorso all'indebitamento

Un contesto di tassi di interesse calanti, mantenendo gli oneri del servizio di mutui di importo sempre maggiore entro i limiti di bilancio imposti dal reddito corrente delle famiglie, imprime tipicamente forte slancio alla domanda di immobili residenziali. Al riguardo, va operata una distinzione tra quei paesi (come il Regno Unito) in cui i prestiti ipotecari sono principalmente accordati sulla base di contratti a tasso variabile – e pertanto i pagamenti sono più sensibili alle oscillazioni dei tassi a breve – e quelli dove invece prevalgono i contratti a tasso fisso (ad esempio, Stati Uniti e molti paesi dell'Europa continentale).

Impatto dei tassi di interesse ...

Il mercato degli immobili residenziali ha tratto beneficio dall'accresciuto ricorso a canali di finanziamento basati sul mercato. La diffusione di metodologie di "credit scoring" e di contratti di mutuo standardizzati, insieme al sempre maggior interesse degli investitori istituzionali per strumenti negoziabili, ha portato alla crescente cartolarizzazione di attività ipotecarie. Le istituzioni creditizie che in passato detenevano ingenti volumi di crediti ipotecari in bilancio possono ora scegliere di focalizzarsi sul loro vantaggio comparato

... della cartolarizzazione ...

⁴ Inoltre, l'evoluzione dei prezzi in termini di medie nazionali non rivela l'eventuale esistenza di trend divergenti nei mercati residenziali locali all'interno di uno stesso paese. Questa analisi esula tuttavia dall'ambito del presente studio.

nella creazione di attività cartolarizzate (“origination”) e nella gestione dei relativi flussi di pagamento (“servicing”), cedendo le esposizioni indesiderate sul mercato secondario. Lo stadio di avanzamento di tale mercato è massimo negli Stati Uniti, dove strumentale è il ruolo delle agenzie a sponsorizzazione governativa, appositamente create a tale scopo. Tuttavia, la cartolarizzazione ipotecaria sta prendendo rapidamente piede anche in altri paesi, grazie ai progressi delle tecnologie informatiche e finanziarie e alle recenti innovazioni nell’assetto giuridico che disciplina questo tipo di transazioni.

... dell'estrazione di valore dalla proprietà immobiliare ...

Parte dei benefici derivanti dalla riduzione dei costi di “origination” e della migliorata liquidità delle attività garantite da ipoteca è stata trasferita alle famiglie sotto forma di minori costi di transazione e di termini contrattuali più flessibili. Tale flessibilità del mercato ipotecario si è ad esempio manifestata nell’estrazione di valore (“equity extraction”) dalla proprietà immobiliare, con cui le famiglie hanno potuto cogliere i vantaggi offerti dai bassi tassi di rifinanziamento e dall’aumento di valore delle abitazioni. Questo processo è stato particolarmente pronunciato negli Stati Uniti, nel Regno Unito, nei Paesi Bassi e in Australia, dove la monetizzazione delle plusvalenze immobiliari ha accresciuto le risorse finanziarie delle famiglie in rapporto al loro reddito disponibile. Di recente, ciò ha concorso a sostenere i consumi aggregati, nonostante il marcato rallentamento dell’attività economica.

... dell'effetto leva e delle metodologie di valutazione

Infine, le specificità delle prassi contabili in materia di ipoteche possono influenzare la propensione dei finanziatori a esporsi al mercato e pertanto il potenziale effetto di retroazione dei prezzi delle abitazioni sulla disponibilità di credito. A questo riguardo costituiscono importanti parametri la presenza e il livello di limiti prudenziali posti al rapporto fra prestito e valore della garanzia (“loan-to-value ratio”, LTV) – che determinano la capacità delle banche di erogare credito a fronte di garanzie immobiliari – e i metodi di valutazione della proprietà utilizzati in connessione con tali limiti. Le metodologie che fondano le decisioni di prestito sul valore corrente di mercato dell’immobile rendono la disponibilità di credito tendenzialmente più reattiva alle condizioni di mercato e potrebbero forse contribuire a dare un impulso positivo alla domanda. Al contrario, le valutazioni ancorate ai valori storici tendono a essere in ritardo rispetto ai trend correnti del mercato, esercitando così un effetto anticiclico sulla disponibilità di credito.

Le prassi operative e gli assetti regolamentari del credito fondiario differiscono sensibilmente tra i vari paesi. La tabella 1 evidenzia per i paesi contemplati dalla presente analisi le caratteristiche del finanziamento ipotecario, e in particolare l’aggiustabilità dei tassi di interesse, la possibilità di monetizzazione delle plusvalenze immobiliari, le prassi di valutazione e di “leverage”, e lo spessore del mercato della cartolarizzazione.

Nella prossima sezione si farà riferimento a tale diversità per spiegare la variazione da un paese all’altro dell’importanza di diverse variabili economiche nell’influencare i prezzi delle abitazioni. A tal fine, i paesi sono stati classificati in tre gruppi sulla base delle caratteristiche esaminate. Le tecniche statistiche di classificazione utilizzate a questo scopo prevedono che i gruppi siano

Caratteristiche dei mercati ipotecari di 17 paesi industriali					
	Tassi di interesse ¹	"Equity extraction"	Massimale LTV (%)	Metodo di valutazione ²	Cartolarizzazione (ipotecaria)
Australia	V	Si	80	VM	Si
Belgio	F	No	80–85	VM	No
Canada	F	Inutilizzata	75	VM	Si
Danimarca	F	Si	80	VP	No
Finlandia	V	Si	75	VM	No ³
Francia	F	No	80	VM	No ³
Germania	F	No	60	VP	No ³
Giappone	F	Si	80	VM	No
Irlanda	V	Si	90	VM	Si ³
Italia	F	No	50	VM	No
Norvegia	V	Si	80	VM	No
Paesi Bassi	F	Si	75	VM	Si
Regno Unito	V	Si	90–100	VM	Si
Spagna	V	Inutilizzata	80	VM	Si
Stati Uniti	F	Si	75–80	VM	Si
Svezia	V	Si	80	VM	No ³
Svizzera	V	No	66	VP	No ³

¹ F = tasso fisso; V = tasso variabile. La classificazione si basa sulla maggioranza dei prestiti ipotecari. Va notato che la ripartizione è meno netta in Giappone e in Svezia. Inoltre, negli Stati Uniti e in Danimarca il bassissimo costo del rifinanziamento consente ai mutuatari di aggiustare i tassi ipotecari al calo dei tassi di interesse. ² VM = valore di mercato; VP = valore del prestito ipotecario. ³ La cartolarizzazione è stata introdotta, ma resta assai poco diffusa.

Fonti: BCE (2003); Borio et al. (2001); HM Treasury (2003); OCSE (2001). Tabella 1

composti da paesi ampiamente omogenei rispetto alle caratteristiche strutturali dei relativi mercati per il finanziamento ipotecario⁵.

L'analisi genera tre gruppi di paesi. La tabella 2 presenta la composizione dei gruppi e il loro profilo in termini di caratteristiche del credito ipotecario. Il primo gruppo è costituito principalmente dai paesi dell'Europa continentale, più Canada. In questi paesi non viene mai impiegata la monetizzazione delle plusvalenze immobiliari e le prassi creditizie delle banche sono più prudenti (come indicato dal livello relativamente basso del rapporto LTV e dall'uso di valutazioni ai valori storici della proprietà). Per contro, nei paesi appartenenti al secondo e al terzo gruppo i meccanismi di "equity extraction" sono maggiormente sviluppati e le prassi di prestito possono essere definite più "aggressive". Ciò è particolarmente vero per il gruppo 3, dove il metodo di valutazione più diffuso è quello al valore di mercato e il massimale del ratio LTV è in tutti i casi pari o superiore all'80%. La principale differenza tra i gruppi 2 e 3 risiede nella duration del debito ipotecario. I tassi di interesse applicati sono generalmente fissi per oltre cinque anni o fino a scadenza nel secondo

Tre gruppi di paesi

⁵ Più specificamente, si assegnano variabili numeriche categoriche a ciascuna di queste caratteristiche e si utilizza un algoritmo di "clustering" statistico che permette di costituire i gruppi in modo da massimizzare da un lato gli elementi comuni all'interno di ciascun gruppo e dall'altro le differenze fra i paesi appartenenti a gruppi diversi.

Profilo dei sistemi di finanziamento ipotecario ¹					
		Tasso ipotecario ²	EE ³	Massimale LTV ⁴	Metodo di valutazione ⁵
Gruppo 1	Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Spagna, Svizzera	0,29	0,00	0,43	0,71
Gruppo 2	Danimarca, Finlandia, Giappone, Paesi Bassi, Stati Uniti	0,20	1,00	0,60	0,80
Gruppo 3	Australia, Irlanda, Norvegia, Regno Unito, Svezia	1,00	1,00	1,00	1,00
Tutti i paesi		0,47	0,59	0,65	0,82
¹ Elaborato sulla base delle variabili dummy definite di seguito. ² Tasso variabile = 1; tasso fisso = 0. ³ "Equity extraction": inesistente o irrilevante = 0; altrimenti = 1. ⁴ Superiore al 75% = 1; altrimenti = 0. ⁵ Al valore di mercato = 1; al valore del prestito ipotecario = 0.					
Fonti: BRI; elaborazioni degli autori.					Tabella 2

gruppo (ad esempio negli Stati Uniti e in Giappone), mentre sono collegati ai tassi di mercato e soggetti a regolare rinegoziazione nel caso del gruppo 3 (Regno Unito e Australia).

Misurazione dell'impatto dei diversi fattori: evidenze tratte dal campione

La presente sezione si propone di esaminare l'impatto che le differenze strutturali dei mercati ipotecari nazionali hanno sul rapporto tra variabili macroeconomiche e prezzi delle abitazioni. A tal fine, viene impiegato un modello di autoregressione vettoriale (VAR) che consente di cogliere gli aspetti salienti dell'interazione dinamica tra i prezzi reali delle abitazioni e le variabili selezionate in base a un numero minimale di ipotesi sulla struttura economica complessiva.

Modello empirico

Oltre alla crescita dei prezzi delle abitazioni, il modello considera cinque variabili endogene, ovvero: (i) il tasso di crescita del PIL, che fornisce una misura dello stadio del ciclo economico e del reddito delle famiglie; (ii) il tasso di inflazione dei prezzi al consumo, che costituisce l'unica variabile nominale del sistema; (iii) il tasso di interesse reale a breve, che è strettamente collegato all'orientamento della politica monetaria; (iv) lo spread a termine, definito come differenza di rendimento tra un titolo di Stato a lunga scadenza e il tasso a breve; e (v) il tasso di crescita del credito bancario in termini reali.

La motivazione economica sottostante la scelta di tali variabili è desumibile dalla trattazione esposta nella sezione precedente. Ciò che merita un ulteriore approfondimento è piuttosto l'esclusione di alcuni altri fattori che concorrerebbero alla determinazione dei prezzi degli immobili residenziali. A questo proposito, si è ritenuto che la crescita del PIL riassume le informazioni contenute in altre misure più dirette del reddito delle famiglie, quali la disoccupazione e i salari. Per limitare le specificazioni, si è quindi deciso di

Variabili considerate ...

escludere queste variabili. È stata inoltre sperimentata l'inclusione dei rendimenti delle azioni, che costituiscono un'attività concorrenziale agli immobili nei portafogli delle famiglie. Il test non ha prodotto alcun coefficiente significativo. Tale risultato è stato interpretato come indicativo del fatto che, in periodi normali, il comovimento tra i prezzi delle azioni e quelli degli alloggi è determinato dal loro reciproco nesso con le dinamiche del ciclo economico e con la curva dei rendimenti. Le regolarità nella relazione tra i picchi dei due mercati riscontrate da Borio e McGuire (2004) riguardano particolari fasi dei rispettivi cicli dei prezzi, che sono alquanto differenziate.

Il VAR stimato è integrato da alcune ipotesi di identificazione che consentono di attribuire le dinamiche nelle sei variabili osservate a movimenti (definiti in seguito anche "innovazioni") in una serie di sei fattori distinti, ciascuno associato a una delle variabili endogene. L'insieme completo delle ipotesi viene discusso nel riquadro alla pagina seguente. La "scomposizione" della varianza osservata nelle variabili endogene del campione in rapporto alle sei "innovazioni" fornisce una misura della loro importanza relativa nel determinare le dinamiche complessive del sistema. I risultati dell'analisi sono esposti nelle due sezioni seguenti.

... e metodologia
econometrica

Cosa determina i prezzi delle abitazioni?

Vengono dapprima discusse le risultanze generali che emergono dall'indagine empirica, focalizzando l'attenzione più sugli aspetti comuni ai 17 paesi, che non sulle differenze.

Il risultato più evidente riguarda l'importanza dell'inflazione quale determinante delle oscillazioni nei prezzi degli immobili: in media, tra i paesi l'inflazione è responsabile di oltre metà della varianza totale nei prezzi delle abitazioni sull'orizzonte di cinque anni (tabella 3, colonna di destra). Nel breve termine il suo impatto è persino maggiore: il contributo si avvicina al 90% della varianza totale sull'orizzonte di un trimestre e scende a circa i due terzi sul periodo di un anno. Il forte influsso dell'inflazione risulta ancor più rilevante se si considera che i prezzi delle abitazioni sono misurati in termini reali.

Nel complesso è
predominante il
fattore inflazione ...

Due sono le possibili spiegazioni di questo risultato. La prima deriva dalla duplice funzione della proprietà immobiliare quale bene di consumo e canale di investimento. In quanto tale, essa è spesso utilizzata dalle famiglie a principale copertura contro il rischio che l'inflazione eroda la loro ricchezza. Il fatto poi che l'acquisto dell'abitazione sia generalmente finanziato con un debito nominale la rende ancora più appetibile a questo scopo. Un elevato grado di persistenza dell'inflazione (in particolare nel corso del periodo campionario utilizzato) indica inoltre che gli effetti delle innovazioni nell'inflazione sui prezzi degli alloggi sono probabilmente percepiti su orizzonti più lunghi. La maggiore incertezza circa i rendimenti futuri attesi degli investimenti obbligazionari e azionari che si associa a un'alta inflazione contribuisce anch'essa all'attrattiva della proprietà immobiliare quale canale di risparmio a lungo termine.

La seconda spiegazione attiene all'impatto dell'inflazione sul costo del finanziamento ipotecario e indica in generale che un aumento dell'inflazione avrebbe un effetto negativo sui prezzi delle abitazioni. Se le decisioni di

Il modello di autoregressione vettoriale strutturale (SVAR)

Il VAR è un modello dinamico lineare con equazioni simultanee in forma ridotta in cui tutte le variabili sono considerate endogene. Una rappresentazione in forma ridotta può essere coerentemente stimata operando una regressione di ciascuna variabile su un certo numero di ritardi ("lag") di tutte le variabili endogene. Nel presente studio, le variabili considerate comprendono l'inflazione dei prezzi delle abitazioni, il tasso di crescita del PIL, il tasso di interesse reale a breve, lo spread a termine, l'inflazione e il tasso reale di aumento del credito bancario al settore privato. La specificazione del VAR prevede quattro "lag" delle variabili endogene.

Al fine di esaminare le interazioni dinamiche tra queste variabili, vengono formulate alcune ipotesi sulla struttura dell'economia, sotto forma di relazioni implicite tra una serie di shock non correlati e inosservati (innovazioni) sulle variabili endogene e i residui osservati delle equazioni lineari stimate. Rispetto ad altri schemi di identificazione, questo metodo è caratterizzato da una maggiore flessibilità e produce spesso risultati alquanto robusti.

I vincoli imposti derivano principalmente dalle spiegazioni economiche degli effetti simultanei tra queste variabili. La crescita del prodotto viene considerata quale variabile guida del sistema, nel senso che le sue innovazioni hanno effetti immediati su tutte le altre variabili, mentre non è vero il contrario. Per quanto riguarda i prezzi delle abitazioni, l'ipotesi è inversa: le innovazioni in tutte le altre variabili producono cioè un impatto immediato su tali prezzi. Si postula inoltre che la politica monetaria, e quindi i tassi di interesse reali a breve, rispondano alle innovazioni nella crescita del prodotto e nell'inflazione, così come indicato da una regola di Taylor, mentre l'inclinazione della curva dei rendimenti è influenzata da innovazioni nella crescita del prodotto e nel tasso a breve. Sempre in base alle ipotesi, la risposta dell'inflazione è immediata solo a mutamenti delle condizioni economiche correnti e a fluttuazioni nei prezzi degli alloggi, dal momento che il costo degli immobili residenziali costituisce un'importante componente del paniere del consumatore. Infine, tra il credito bancario e i prezzi delle abitazioni vi sono importanti nessi, spesso potenziati dall'uso della proprietà immobiliare a fini di garanzia. Un aumento dei prezzi degli alloggi rafforza la capacità di indebitamento delle famiglie e migliora la performance dei portafogli ipotecari delle banche. Viceversa, le variazioni nella propensione al credito del settore bancario influenzano la domanda e i prezzi delle abitazioni (cfr. Zhu, 2003).

Sulla base di queste ipotesi di identificazione, i principali risultati del VAR strutturale sono le funzioni di scomposizione della varianza e di risposta all'impulso. La scomposizione della varianza permette di attribuire la varianza osservata nell'errore previsionale per ciascuna variabile endogena a ciascuna delle innovazioni strutturali identificate. Analogamente, le risposte all'impulso stimate si riferiscono alla reazione dinamica delle variabili endogene a innovazioni strutturali standardizzate e delineano il meccanismo di propagazione di tali innovazioni attraverso il sistema stimato. Ad esempio, il grafico 3 mostra per vari orizzonti la risposta dei prezzi delle abitazioni a una variazione di 1 punto percentuale del tasso di interesse a breve.

finanziamento sono più reattive alla curva dei rendimenti nominali piuttosto che ai tassi reali, è ragionevole attendersi che la domanda di abitazioni, e i relativi prezzi reali, rispondano a variazioni nell'inflazione presente e attesa. Date le specificazioni del VAR, parte di quest'impatto sarebbe incorporato dall'innovazione nell'inflazione, dato che nel sistema sono inclusi unicamente i tassi di interesse reali⁶. Inoltre, l'inflazione potrebbe fungere da proxy anche per le condizioni di finanziamento prevalenti, che a loro volta influiscono sulla domanda di immobili. Una forte inflazione ed elevati tassi di interesse nominali pospongono la quota di rimborso del mutuo in conto capitale e accrescono il valore reale dei rimborsi nella prima parte del periodo di ammortamento del

⁶ Cfr. anche Borio e McGuire (2004).

prestito, frenando così la domanda di abitazioni (per un'esposizione più elaborata di questo meccanismo, cfr. Debelle, 2004).

Nel quadro dell'indagine effettuata non è agevole operare una distinzione tra queste due ipotesi. Il campione comprende infatti gli anni settanta, caratterizzati da inflazione elevata e variabile, ma anche il periodo di bassa inflazione iniziato nei primi anni novanta. Nondimeno, l'analisi effettuata su campioni più ristretti rivela che entrambe le spiegazioni potrebbero trovare riscontro in periodi diversi. L'importanza dell'inflazione nello spiegare la varianza dei prezzi delle abitazioni diminuisce considerevolmente nella seconda metà del periodo campione, rispetto agli anni precedenti. Sebbene l'inflazione resti il fattore singolo più importante, la sua incidenza nello spiegare la varianza complessiva si dimezza, mentre aumenta in particolare quella dei fattori finanziari⁷. Inoltre, il segno e l'entità delle funzioni associate di risposta all'impulso confermano che la motivazione di copertura dall'inflazione non ha fornito un forte sostegno alla domanda di alloggi nell'ultimo decennio.

Tra le determinanti della dinamica dei prezzi abitativi si collocano al secondo posto le tre variabili collegate al finanziamento ipotecario: credito bancario, tassi di interesse a breve termine e spread. Esse hanno un'importanza pressoché equivalente, e insieme concorrono a spiegare circa un terzo della varianza osservata nei prezzi degli alloggi nel lungo periodo (tabella 3). Per quanto riguarda la direzione dell'impatto, ulteriori risultati forniti dall'analisi delle funzioni di risposta all'impulso indicano che la discesa nei tassi di interesse reali porta col tempo ad aumenti nei prezzi delle abitazioni. In particolare, un'innovazione negativa di 1 punto percentuale nel tasso reale a breve comporta nel corso di due anni un aumento dell'1,2% nei prezzi delle abitazioni. Alla stessa stregua, un appiattimento di misura equivalente della curva dei rendimenti produce nel corso dei due anni successivi un impatto cumulativo positivo sui prezzi delle abitazioni che va dai 70 agli 80 punti base. Come sarà discusso più oltre, vi sono differenze sistematiche tra i vari paesi quanto all'impatto dei tassi a breve e a lunga.

Un risultato sorprendente dell'analisi è l'esiguo potere esplicativo del reddito delle famiglie, il cui contributo alla variabilità totale dei prezzi delle abitazioni sull'orizzonte lungo è inferiore al 10%⁸. Il netto contrasto con il ruolo dei tassi di interesse fa ritenere che le decisioni di acquisto siano più sensibili all'importo nominale dei pagamenti mensili che non alle dimensioni relative del prestito rispetto al reddito delle famiglie. Questi risultati confortano la valutazione (BRI, 2003) secondo cui, negli ultimi anni, il livello storicamente basso dei tassi di interesse ha fornito il principale contributo al boom dei mercati immobiliari nella maggioranza dei paesi industriali.

... seguito dai fattori finanziari ...

... mentre il reddito ha un valore esplicativo modesto

⁷ Nel campione 1990–2003 l'inflazione spiega circa il 25% della varianza complessiva dei prezzi delle abitazioni, mentre l'incidenza dei tassi a breve e dello spread aumenta al 15 e al 18% rispettivamente.

⁸ Tale risultato resta valido anche quando nella specificazione vengono utilizzati i salari reali al posto del PIL reale.

Schemi di finanziamento ipotecario e dinamica dei prezzi delle abitazioni

Rilevanza delle strutture dei mercati ipotecari ...

Mentre i risultati esposti finora sono ampiamente riscontrabili in tutti i paesi esaminati, in questa sezione vengono presentate in dettaglio le differenze sistematiche fra i tre gruppi individuati in base alle rispettive strutture del finanziamento ipotecario. Nel prosieguo dello studio si esaminerà in particolare se queste caratteristiche strutturali incidano o meno sull'interazione dinamica tra prezzi delle abitazioni e altre variabili endogene del modello.

La parte inferiore della tabella 3 mostra come su base annua la crescita media dei prezzi reali degli alloggi nei tre gruppi di paesi si sia collocata su valori compresi tra l'1,5 e il 2,4%. Allo stesso modo, risulta all'incirca comparabile anche la variabilità di tale tasso di crescita, con deviazioni standard che si attestano intorno al 5%. Il grafico 2 e la parte superiore della tabella 3 mostrano tuttavia che l'influsso sulla variabilità a lungo termine dei prezzi delle abitazioni esercitato dalle innovazioni nelle diverse variabili differisce sostanzialmente da un gruppo all'altro. Qui di seguito si procede all'esame di tali differenze, raggruppandole a seconda che si riferiscano alla relazione tra prezzi delle abitazioni, da un lato, e inflazione, curva dei rendimenti e credito bancario dall'altro.

... per il ruolo dell'inflazione ...

L'interpretazione qui fornita riguardo all'importanza degli investimenti immobiliari quale copertura contro l'inflazione è comprovata dal fatto che l'influsso dell'inflazione sui prezzi degli alloggi è più forte nel caso del primo gruppo, in cui figurano vari paesi interessati da prolungate fasi inflazionistiche nel corso del periodo campione. Per questo gruppo le innovazioni nell'inflazione spiegano oltre il 60% della variabilità totale dei prezzi delle abitazioni. Tale dato, insieme all'osservazione che nel gruppo 1 si riscontra il più debole nesso tra prezzi e credito, fa ritenere che il valore delle abitazioni in questi paesi dipenda in maggior misura dalle condizioni macroeconomiche.

Scomposizione della varianza ¹				
Impatto sui prezzi abitativi derivante da uno shock di:	Gruppo 1	Gruppo 2	Gruppo 3	Totale paesi
PIL	6,9	6,9	9,2	7,6
Credito bancario	6,7	19,1	10,3	11,4
Prezzi delle abitazioni	5,5	8,9	8,5	7,4
Tasso a breve	10,3	8,7	13,8	10,8
Spread a termine	8,0	14,2	8,0	9,8
Inflazione	62,5	42,3	50,3	53,0
Impatto di uno shock dei prezzi abitativi su:	Gruppo 1	Gruppo 2	Gruppo 3	Totale paesi
PIL	5,4	3,8	7,7	5,6
Credito bancario	6,9	5,2	15,1	8,8
<i>Per memoria: tasso medio di crescita dei prezzi reali delle abitazioni (annualizzato)²</i>	1,6% (4,9%)	1,5% (4,8%)	2,4% (5,6%)	2,0% (5,0%)
¹ Le cifre si riferiscono alla quota di variazione totale di una variabile attribuibile a innovazioni in un'altra variabile, su un orizzonte quinquennale. Le quote sono calcolate come media per il gruppo di paesi specificato in ogni colonna. ² Deviazione standard tra parentesi.				
Fonti: BRI; elaborazioni degli autori.				Tabella 3

Ciò potrebbe anche essere imputabile al fatto che nella maggioranza di questi paesi il ricorso pressoché esclusivo a sistemi pensionistici obbligatori a ripartizione ha frenato lo sviluppo di una cultura dell'investimento azionario tra le famiglie dell'Europa continentale. L'investimento immobiliare ha pertanto offerto una ragionevole forma di difesa contro l'erosione del valore nominale dei risparmi delle famiglie a opera dell'inflazione⁹.

Le prassi in uso per l'aggiustamento dei tassi ipotecari costituiscono un altro fattore distintivo tra i tre gruppi. Nei paesi in cui è predominante il ricorso a tassi ipotecari variabili l'impatto dei tassi di interesse a breve sui prezzi delle abitazioni è molto più forte. Ciò emerge con massima evidenza dal raffronto tra i gruppi 2 e 3, che differiscono principalmente per questo aspetto: nel terzo gruppo prevalgono i contratti a tasso variabile, mentre nel secondo quelli a tasso fisso. L'opposto si può dire riguardo all'effetto dello spread a termine (e pertanto del segmento più a lunga della curva dei rendimenti) sui prezzi delle abitazioni. Nei paesi del secondo gruppo, dove sono più diffusi i mutui ipotecari a tasso fisso, i prezzi abitativi presentano la sensibilità più elevata a innovazioni nello spread a termine. Anche il livello della risposta media stimata dei prezzi immobiliari a innovazioni nel tasso a breve (grafico 3) è coerente con questa analisi. In risposta a una riduzione dell'1% nei tassi a breve reali, l'inflazione dei prezzi abitativi aumenterebbe in cinque anni del 2,6% nel gruppo 3, contro l'1,8% soltanto del gruppo 2.

Le risultanze dell'analisi mostrano che l'interazione tra credito bancario e prezzi degli immobili residenziali è influenzata dalle prassi di prestito ipotecario prevalenti. Il feedback positivo tra credito e cicli immobiliari è ulteriormente rafforzato nei casi in cui il finanziamento bancario dipende fortemente dal valore delle garanzie. La tabella 3 mostra che per il primo gruppo di paesi, dove i ratio LTV sono più bassi e la valutazione delle garanzie più allineata ai valori di lungo periodo, i nessi tra credito bancario e prezzi delle abitazioni, misurati dalla quota di varianza di una variabile che è spiegata dall'altra variabile, sono i più deboli del campione, al 7% in entrambe le direzioni. Per contro, le innovazioni nel credito sono in grado di spiegare quasi un quinto della variabilità dei prezzi delle abitazioni nei paesi del secondo gruppo. Quanto al gruppo 3, caratterizzato da metodi di valutazione maggiormente orientati al mercato e dal più alto grado di leva dei prestiti, il volume del credito bancario risulta essere il più reattivo ai movimenti dei prezzi degli alloggi. È interessante notare come tale impatto sia pressoché immediato (grafico 2, diagramma inferiore di destra). In questo gruppo di paesi potrebbe pertanto essere più pronunciato il rischio di meccanismi interagenti tra prezzi delle abitazioni e credito che, rafforzandosi vicendevolmente, siano fonte di squilibri finanziari¹⁰.

... la reattività ai tassi di interesse ...

... l'incidenza del canale del credito bancario ...

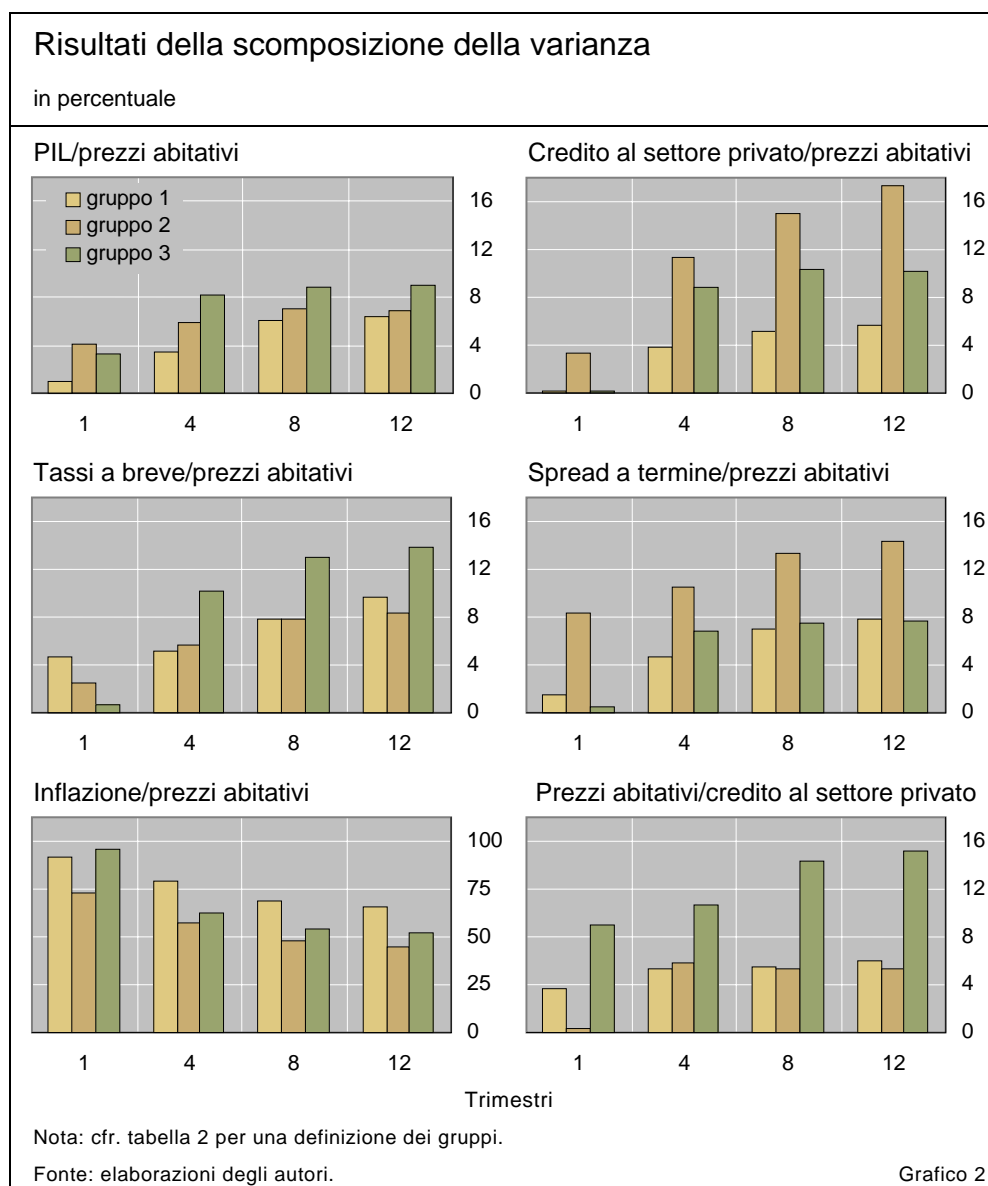
⁹ L'analisi della scomposizione della varianza dei prezzi abitativi per gli anni a partire dal 1990 rivela che i tre gruppi di paesi non differiscono riguardo all'importanza dell'inflazione. Ciò conforta il precedente assunto secondo cui la motivazione di copertura dall'inflazione è stata più forte solo durante il periodo di elevata crescita dei prezzi nella prima parte del campione adottato.

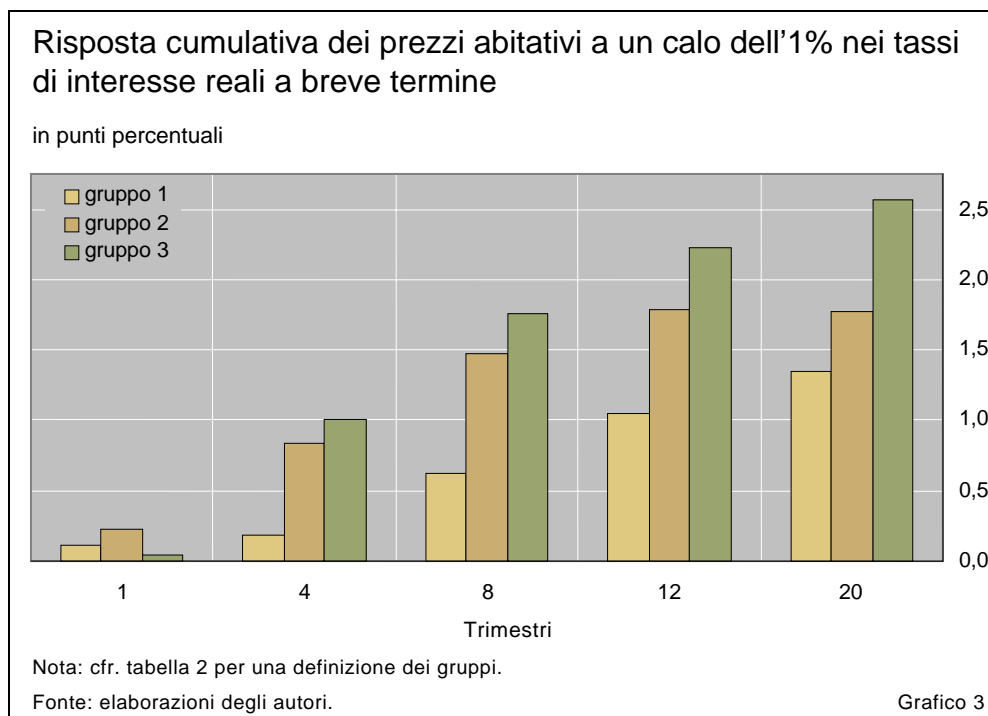
¹⁰ Per una trattazione generale dei meccanismi prociclici del sistema finanziario che operano attraverso l'interazione tra prezzi delle attività ed espansione del credito, cfr. Borio et al. (2001).

Si può inoltre inferire che il legame relativamente più intenso tra innovazioni nella crescita del credito e prezzi delle abitazioni riscontrabile nel secondo gruppo di paesi spieghi anche la maggiore reattività di tali prezzi ai movimenti dei tassi di interesse. In effetti, livelli inferiori dei tassi a breve sono generalmente associati a una più abbondante liquidità nel sistema bancario e a un'espansione più liberale del credito.

Infine, le risultanze della presente analisi possono offrire alcune indicazioni sull'impatto che gli aspetti strutturali dei mercati ipotecari nazionali, quali la maggiore possibilità di monetizzare le plusvalenze e lo sviluppo di mercati per i mutui cartolarizzati, produce sulla dinamica dei prezzi abitativi. Durante la più recente fase di rallentamento, l'estrazione di valore dalla proprietà immobiliare risulta essere stata un'importante fonte di sostegno per la spesa delle famiglie in paesi quali gli Stati Uniti, il Regno Unito e l'Australia (Deep e Domanski, 2002; Debelle, 2004). Fermo restando che i raffronti effettuati si

... ma in minor misura per l'effetto ricchezza





basano su un campione in parte antecedente l'introduzione della possibilità di monetizzare le plusvalenze attraverso il rifinanziamento ipotecario, l'impatto di lungo periodo dei prezzi delle abitazioni sul reddito nazionale e sul credito bancario non sembra divergere tra i paesi che prevedono tale possibilità e quelli in cui invece essa non è contemplata. D'altra parte, nei casi in cui l'"equity extraction" è utilizzata, le variazioni nei prezzi degli alloggi fanno effettivamente aumentare la volatilità a breve termine del credito bancario¹¹.

Per quanto riguarda l'impatto dei mercati dei titoli garantiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS) sul ruolo del settore bancario nei cicli immobiliari, si osserva che nei paesi dove tali mercati sono sviluppati (ad esempio Stati Uniti, Regno Unito, Paesi Bassi e Australia) l'effetto dei prezzi delle abitazioni sul credito bancario è minore¹². Ciò concorda con la tesi secondo cui la cartolarizzazione delle ipoteche consente alle banche di trasferire al mercato dei capitali parte del rischio di credito associato ai mutui, rendendo meno sensibile al ciclo dei prezzi abitativi la capacità delle banche di erogare prestiti.

La cartolarizzazione contribuisce alla diversificazione del rischio di credito ipotecario

Conclusioni

Nel presente saggio monografico è stata analizzata l'importanza di alcuni fattori macroeconomici che agiscono sulla dinamica dei prezzi abitativi. Le differenze di intensità nelle risposte tra i vari paesi sono state inoltre correlate

¹¹ Nei paesi in cui è possibile monetizzare le plusvalenze immobiliari, i movimenti dei prezzi degli alloggi spiegano l'8,3% delle variazioni nel credito bancario durante l'anno successivo. Tale percentuale scende al 5,7 nel caso degli altri paesi.

¹² Nei quattro paesi citati i movimenti dei prezzi delle abitazioni spiegano solo il 5,2% della variazione nel credito bancario, contro il 10% osservabile per gli altri paesi.

agli aspetti strutturali dei rispettivi mercati ipotecari nazionali. Benché il livello di approfondimento di questa analisi non sia sufficiente per formulare precise raccomandazioni di politica economica, emergono nondimeno alcune utili indicazioni di ordine generale.

La prima attiene all'intenso e durevole nesso che lega l'inflazione e i tassi di interesse nominali da un lato ai prezzi delle abitazioni dall'altro. Tale legame fa ritenere che protratti periodi di elevata inflazione seguiti da una brusca decelerazione dei prezzi potrebbero, nel breve termine, alimentare disallineamenti tra i prezzi delle abitazioni e le determinanti di più lungo periodo del valore degli immobili residenziali. Situazioni di questo tipo potrebbero richiedere una maggiore cautela da parte delle autorità monetarie. Una riduzione del livello dei tassi ufficiali potrebbe imprimere ulteriore slancio ai prezzi delle abitazioni.

La seconda indicazione di ordine generale riguarda le implicazioni della crescita dei prezzi immobiliari per la stabilità finanziaria. L'effetto di ritorno dei prezzi abitativi sull'espansione del credito è maggiore nei paesi in cui prevalgono mutui ipotecari a tasso variabile e metodi più orientati al mercato nella valutazione contabile delle ipoteche. Poiché in questi paesi è più pronunciato il rischio che si accumulino squilibri autorafforzanti nei mercati immobiliare e finanziario, le competenti autorità prudenziali dovrebbero monitorare attentamente l'evoluzione del valore degli immobili.

Riferimenti bibliografici

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

Banca dei Regolamenti Internazionali (2003): *73ª Relazione annuale*, Basilea.

Borio, C., C. Furfine e P. Lowe (2001): "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", *BIS Papers*, n. 1.

Borio, C. e P. McGuire (2004): "Picchi gemelli nei prezzi di azioni e abitazioni?", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo.

Debelle, G. (2004): "Indebitamento delle famiglie e macroeconomia", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo.

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

HM Treasury (2003): "Housing, consumption and EMU", working paper.

Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (2001): "House prices and economic activity", *Economics Department Working Paper*, n. 279.

Zhu, H. (2003): "The importance of property markets for monetary policy and financial stability", presentato alla Conference on Real Estate Indicators and Financial Stability di FMI e BRI, 27-28 ottobre, Washington D.C.

Picchi gemelli nei prezzi di azioni e immobili residenziali¹?

Il vigore del mercato delle abitazioni a livello mondiale ha concorso a moderare il recente rallentamento dell'attività economica globale. Quanto a lungo potrà perdurare questo fenomeno? Per approfondire tale questione è stata condotta un'analisi su un campione di paesi industriali nell'arco di tre decenni, esaminando i maggiori picchi toccati dai mercati azionario e immobiliare, i connessi cicli "boom and bust" e le sottostanti condizioni del credito.

Classificazione JEL: E300, E320.

A tre anni circa dalla caduta dei mercati azionari mondiali, e nonostante il debole contesto economico, i prezzi delle abitazioni continuano a salire in molti paesi. Questo notevole vigore appare alquanto inconsueto alla luce della passata esperienza e solleva interrogativi circa la sostenibilità delle attuali tendenze. I prezzi degli immobili residenziali potrebbero cominciare ben presto a flettere? E, in caso affermativo, vi è da attendersi una forte contrazione? Nell'attuale congiuntura è particolarmente importante fornire una risposta a tali quesiti, giacché la forza dei mercati immobiliari ha contribuito significativamente a moderare il rallentamento economico mondiale iniziato nell'autunno 2000 e a sostenere la successiva ripresa (BRI, 2003).

Per far luce su tali questioni il presente studio esamina l'evoluzione dei prezzi degli alloggi su un campione di 13 paesi industriali a partire dai primi anni settanta, cercando di individuare regolarità statistiche che potrebbero fornire una traccia per il futuro. Vengono approfonditi, in particolare, tre quesiti: con quale frequenza i maggiori picchi toccati dai corsi azionari sono stati seguiti da punte massime dei prezzi sul mercato delle abitazioni? quale è stato il ritardo ("lag") tra i due picchi e quali fattori lo hanno influenzato? che cosa ha determinato l'ampiezza della successiva contrazione dei prezzi immobiliari?

Sotto il profilo metodologico, questa analisi integra gli studi esistenti in materia per almeno due aspetti. Essa è direttamente incentrata sul rapporto tra i mercati delle azioni e degli immobili residenziali – le due classi di attività che

¹ Gli autori desiderano ringraziare Guy Debelle ed Eli Remolona per i proficui commenti e l'utile dibattito. Le opinioni da loro espresse in questo articolo non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.

costituiscono la parte preponderante della ricchezza del settore privato – e si focalizza in particolare sugli “eventi estremi”, ovvero sui pronunciati massimi e minimi dei prezzi delle due attività, i connessi cicli “boom and bust” e il loro nesso con fluttuazioni eccezionalmente ampie del credito. Viceversa, gran parte degli studi esistenti analizza la relazione media o tipica tra prezzi abitativi e loro determinanti (ad esempio, Tsatsaronis e Zhu in questa *Rassegna trimestrale*)².

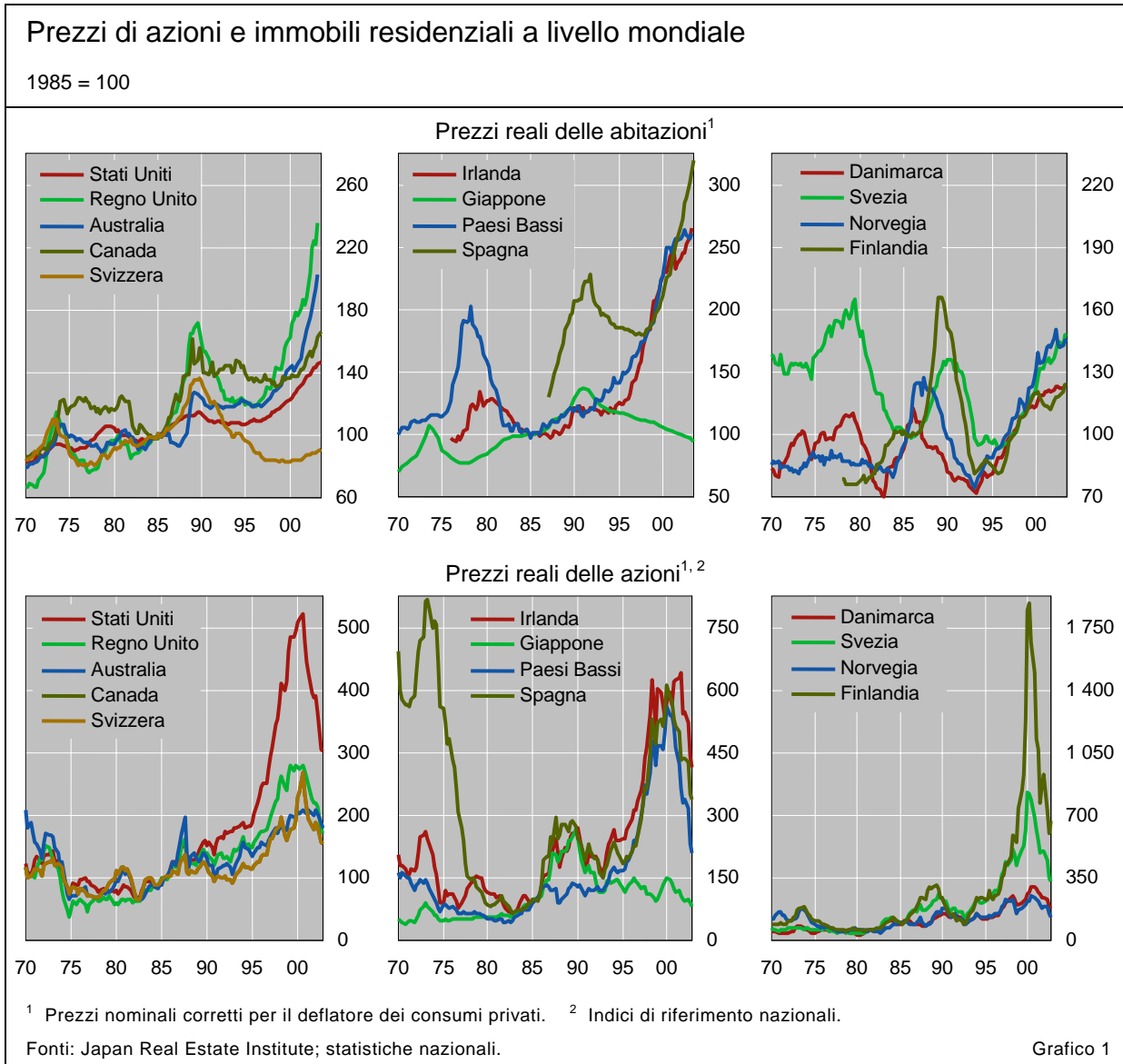
Dall'analisi emergono tre conclusioni principali. Anzitutto, nel periodo 1970–1999 i picchi degli indici azionari sono stati tendenzialmente seguiti da quelli dei prezzi immobiliari con un ritardo medio di circa due anni. L'analisi econometrica indica che i primi hanno preannunciato i secondi anche tenendo conto delle determinanti tradizionali dei prezzi delle abitazioni, quali i tassi di interesse, la crescita del prodotto e la disoccupazione. I prezzi degli alloggi hanno avuto la tendenza a toccare un picco sulla scia di situazioni economiche relativamente robuste, specie se accompagnate da un aumento eccezionalmente rapido e sostenuto del credito e dei corsi azionari (“squilibri finanziari”). Pertanto, anche a giudicare da questa sola evidenza, la perdurante crescita dei prezzi delle abitazioni successivamente al picco dei corsi azionari nel 2001 appare piuttosto insolita. In secondo luogo, i movimenti dei tassi di interesse sembrano avere importanti implicazioni per la dinamica dei prezzi abitativi. Vi sono indicazioni secondo cui un calo dei tassi di interesse dopo un picco dei corsi azionari accresce il “lag”, mentre un loro aumento lo riduce. Il nesso più evidente è riscontrabile con i tassi nominali a breve, indipendentemente dalle caratteristiche del mercato immobiliare nazionale, il che mette in risalto il ruolo della politica monetaria. Infine, la susseguente contrazione dei prezzi sul mercato immobiliare evidenzia una certa dinamica autonoma, che rispecchia in parte le caratteristiche della precedente fase espansiva. In particolare, l'ampiezza delle flessioni esaminate presenta una stretta correlazione positiva con quella dei precedenti incrementi, come è tipico dei cicli “boom and bust”. Essa risulta inoltre maggiore se preceduta da un accumulo di squilibri finanziari. Queste correlazioni sono ben più evidenti di quelle con l'evoluzione economica durante la fase discendente dei prezzi abitativi e con i tassi di interesse, che paiono anch'esse aver esercitato un certo influsso.

Nella sezione che segue viene illustrata la relazione intercorrente tra prezzi degli immobili residenziali e corsi azionari a partire dagli anni settanta. Le tre sezioni successive approfondiscono di volta in volta ciascuna delle questioni basilari, ossia il contenuto predittivo dei corsi azionari in merito ai successivi picchi dei prezzi immobiliari; le determinanti del “lag”; i fattori che contribuiscono a spiegare l'ampiezza della successiva contrazione. Nella conclusione si inferiscono alcune potenziali implicazioni per il ciclo attuale e le prospettive future, con la dovuta cautela imposta dai limiti statistici insiti nell'analisi e dai cambiamenti intervenuti nel contesto economico rispetto agli episodi precedenti.

² Fra le eccezioni vanno annoverati BRI (1993), Borio et al. (1994) e, più di recente, BRI (2003), FMI (2003), nonché Detken e Smets (2003).

Cicli dei prezzi delle azioni e degli immobili residenziali

A partire dai primi anni settanta nei paesi industriali si è osservata una serie di importanti cicli dei prezzi sia azionari che delle abitazioni (corretti per l'inflazione), grosso modo in coincidenza con le fluttuazioni congiunturali (grafico 1)³. Dal grafico si può constatare come questi cicli si addensino tendenzialmente intorno a quattro periodi: inizio-metà anni '70, fine anni '70- inizio anni '80, fine anni '80-inizio anni '90 e, più di recente, fine anni



³ Nella restante parte di questo studio i prezzi delle abitazioni e i corsi azionari si intendono depurati dell'inflazione. Il campione di paesi riportati nel grafico 1 e utilizzato nella successiva analisi statistica comprende Australia, Canada, Danimarca, Finlandia, Giappone, Irlanda, Norvegia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. Le serie dei prezzi abitativi iniziano il 1° trimestre 1987 per la Spagna, il 2° trimestre 1978 per la Finlandia e il 1° trimestre 1976 per l'Irlanda. Per il Giappone sono state impiegate, in sostituzione dei prezzi delle abitazioni, le serie semestrali dei prezzi dei terreni, compilate dal Japan Real Estate Institute e convertite in dati trimestrali calcolando la media semplice di due periodi contigui.

Picchi dei mercati azionario e immobiliare: quadro sintetico							
Coppie di picchi azionari e immobiliari							
Periodo ¹	Paese	Picchi prezzi abitativi		Periodo ¹	Paese	Picchi prezzi abitativi	
		Data	"Lag"			Data	"Lag"
1970-74	Danimarca	3° trim. 1973	2	1985-91	Finlandia ²	1° trim. 1985	45
	Regno Unito	3° trim. 1973	5		Danimarca	1° trim. 1986	9
	Giappone	3° trim. 1973	2		Norvegia ²	2° trim. 1987	30
	Stati Uniti	4° trim. 1973	4		Canada	1° trim. 1989	6
	Canada	2° trim. 1974	5		Australia	2° trim. 1989	7
	Norvegia	4° trim. 1974	5		Finlandia	2° trim. 1989	0
	Durata media del "lag"		3,8		Regno Unito	3° trim. 1989	8
1979-82	Danimarca	2° trim. 1979	11		Svizzera	4° trim. 1989	9
	Irlanda	2° trim. 1979	2		Stati Uniti	4° trim. 1989	9
	Regno Unito	3° trim. 1980	5		Svezia	1° trim. 1990	2
	Canada	1° trim. 1981	1		Paesi Bassi	2° trim. 1990	3
	Australia	2° trim. 1981	2		Irlanda	3° trim. 1990	2
	Svizzera	1° trim. 1982	12		Giappone	1° trim. 1991	5
	Durata media del "lag"		5,5		Spagna	4° trim. 1991	17
Durata media del "lag"							10,9

Nota: il "lag" (o ritardo) rappresenta il numero di trimestri tra picchi consecutivi nei mercati azionario e immobiliare. Picchi indipendenti dei corsi azionari, ossia quelli seguiti da un secondo massimo azionario prima di un picco delle abitazioni, sono stati registrati nei Paesi Bassi (3° trim. 1986), in Danimarca (1° trim. 1990), Norvegia (2° trim. 1990), Australia (1° trim. 1994), Danimarca (1° trim. 1994) e Spagna (1° trim. 1994). Un picco indipendente dei prezzi delle abitazioni, ovvero verificatosi dopo un picco immobiliare che aveva fatto seguito a un massimo dei corsi azionari, è stato registrato negli Stati Uniti (2° trim. 1979). Altri picchi dei prezzi abitativi sono associati a massimi azionari intervenuti prima dell'inizio del periodo campione, come in Svizzera (3° trim. 1973), Australia (1° trim. 1974), Paesi Bassi (2° trim. 1978) e Svezia (3° trim. 1979).

¹ Relativamente al ciclo più recente (1996-2002) si registrano i seguenti picchi azionari: Giappone (2° trim. 1996), Irlanda (2° trim. 1998), Regno Unito (2° trim. 1999), Giappone (1° trim. 2000), Paesi Bassi (1° trim. 2000), Spagna (1° trim. 2000), Svezia (1° trim. 2000), Finlandia (2° trim. 2000), Canada (3° trim. 2000), Norvegia (3° trim. 2000), Svizzera (3° trim. 2000), Stati Uniti (3° trim. 2000), Danimarca (4° trim. 2000) e Australia (1° trim. 2002). ² In Norvegia i corsi azionari hanno toccato un massimo nel 3° trim. 1987 - un trimestre dopo i prezzi delle abitazioni - che non è stato tuttavia identificato quale picco in base all'algoritmo adottato. Le serie relative ai prezzi delle abitazioni in Finlandia iniziano nel 1° trim. 1978; è pertanto possibile che prima di tale trimestre le quotazioni degli alloggi abbiano registrato un massimo successivo al picco dei corsi azionari del 1973 e che quindi il "lag" di 45 trimestri riportato in tabella sia eccessivo. Questa osservazione non è comunque inclusa nell'analisi di regressione, giacché per gli inizi degli anni '70 mancano i dati sui tassi di interesse. Tabella 1

'90-inizio anni 2000. Il ciclo che va dalla fine degli anni '70 ai primi anni '80 è meno pronunciato rispetto agli altri; quello più recente non si è ancora concluso.

Un esame più approfondito dei dati rivela una chiara tendenza dei picchi degli indici azionari a precedere quelli dei prezzi abitativi (tabella 1). Per individuare questi ultimi in maniera più formale è stata considerata una finestra mobile di 13 trimestri destinata a cogliere i picchi significativi grosso modo in linea con quelli che si verificano alle frequenze dei cicli economici⁴. La

I picchi dei prezzi delle abitazioni e delle azioni tendono a manifestarsi in coppia

⁴ La corrispondente finestra mobile per i prezzi delle azioni è di 21 trimestri. Per far sì che siano individuati solo i picchi significativi, l'aumento di prezzo a partire dal minimo seguito al precedente massimo deve superare un certa soglia, fissata al 10° percentile di tutti gli incrementi di prezzo tra massimo e minimo impiegando l'intero campione di paesi e anni. In realtà, non è facile individuare con precisione un "vero" picco dei prezzi delle abitazioni. Le serie relative a questi prezzi non sono molto omogenee tra i paesi in termini di copertura e metodologia di rilevazione. Inoltre, è possibile che per un dato indice i cambiamenti sistematici nella composizione dello stock di alloggi venduti sul mercato in momenti diversi del ciclo dei prezzi delle attività introducano distorsioni nelle serie. Nondimeno, è poco probabile che il quadro generale ne risulti influenzato in modo significativo.

tabella 1 mostra come la maggior parte dei massimi toccati dai corsi azionari sia stata seguita da picchi dei prezzi delle abitazioni. Vengono infatti individuati solo cinque casi di picchi immobiliari in cui ciò non è avvenuto⁵. L'intervallo medio è stato di circa due anni, attestandosi di norma tra due e nove trimestri. Rispetto agli anni settanta, nel periodo che include la fase di ribasso degli indici azionari del 1987 si osserva un numero relativamente alto di coppie di picchi azionari e immobiliari. Il "lag" medio risulta inoltre più lungo di quello osservato tra gli anni settanta e i primi anni ottanta – caratterizzati da maggiore inflazione – e raggiunge i 7 trimestri (escludendo tre valori anomali), rispetto a poco meno di 4 e 5,5 trimestri rispettivamente nei due periodi precedenti.

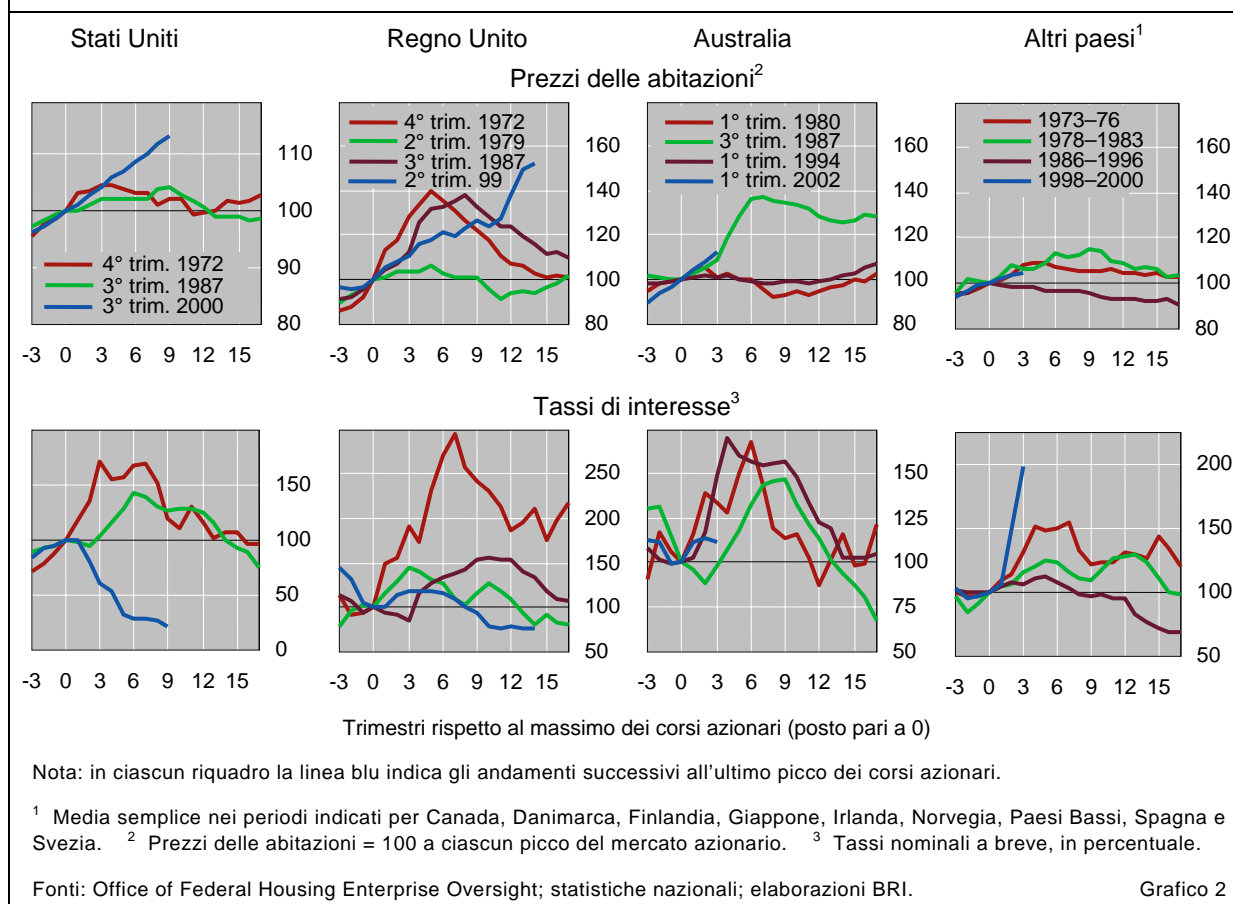
L'intervallo tra i picchi nel ciclo attuale è superiore alla media storica

Anche se raffrontato al periodo del 1987, il ciclo recente non ancora conclusosi appare tuttavia anomalo. A tre anni di distanza dal massimo sui mercati azionari mondiali e dalla loro successiva caduta, i prezzi reali delle abitazioni continuano a salire in molti paesi. Ad esempio, nel secondo trimestre 2003 essi si erano apprezzati di ben il 60% nel Regno Unito rispetto al picco azionario raggiunto nel secondo trimestre 1999. Del pari, le abitazioni hanno segnato rincari di quasi il 50% in Spagna, di circa il 20% in Australia, Canada e Svezia e del 15% negli Stati Uniti dopo i rispettivi picchi degli indici azionari. Le principali eccezioni a questa sostenuta dinamica ascendente sono rappresentate da quei paesi, come Giappone e Svizzera, dove i prezzi non hanno ancora recuperato appieno rispetto al precedente ciclo "boom and bust". In questi casi i prezzi hanno continuato addirittura a calare o sono aumentati solo di poco in epoca più recente. Inoltre, sebbene in molti paesi i prezzi immobiliari abbiano registrato un più lento tasso di crescita negli ultimi trimestri, essi sembrano ancora lontani dal punto di svolta superiore. Se si esclude il Giappone, i prezzi abitativi sono ulteriormente saliti durante tutto il terzo trimestre 2003 in ciascuno dei paesi per i quali sono disponibili i dati. In quel trimestre la variazione su base annua è stata di circa il 4% negli Stati Uniti e del 10 e 15% rispettivamente in Canada e Spagna.

Quali sono le ragioni di questo "lag" insolitamente lungo? Varie sono le possibili spiegazioni. Un'ipotesi sarebbe che, nell'insieme, la decelerazione dell'attività economica e la crescita della disoccupazione non sono state così pronunciate come in precedenti occasioni, quantomeno rispetto alle recessioni degli anni settanta e dei primi anni ottanta. Correlato a ciò è il fatto che, contrariamente a quanto tipicamente avveniva in passato, la politica monetaria ha subito un sostanziale allentamento dopo le più recenti flessioni del mercato azionario e dell'attività economica (grafico 2), e questo perché, a differenza dei cicli precedenti, il rallentamento non è stato fondamentalmente indotto da una stretta monetaria tesa a contrastare una crescente inflazione. Esso è piuttosto scaturito da un'inversione in gran parte spontanea del boom di investimenti e mercati azionari che si era accompagnato a una rapida espansione del credito.

⁵ Poiché le serie relative ai corsi azionari iniziano nel 1970 non è stato possibile associare con certezza un picco di tali corsi a due massimi toccati dai prezzi degli alloggi tra il 1970 e il 1974. Si è preferito errare per eccesso di cautela e classificare questi ultimi come eventi autonomi.

Prezzi delle abitazioni e tassi di interesse in prossimità dei picchi azionari



Pertanto, la quiescenza dell'inflazione ha fornito alle banche centrali un margine di manovra molto più ampio. Sebbene verso la fine degli anni ottanta il crollo del mercato azionario avesse demandato una reazione qualitativamente simile, la politica monetaria era stata in seguito inasprita molto più rapidamente in considerazione della maggiore resilienza mostrata dall'attività economica e dell'emergere di pressioni inflazionistiche in diversi paesi⁶.

Di fatto, sarebbe lecito chiedersi se i prezzi delle abitazioni debbano necessariamente calare. I dati mostrano invero che non tutti i picchi azionari colti dall'algorithm sono stati seguiti da punte massime dei prezzi delle abitazioni. È inoltre plausibile che, in alcuni paesi, il ritmo di crescita dei prezzi possa semplicemente rallentare, trainato da un rafforzamento della ripresa economica.

Un più attento esame dei riscontri storici può meglio chiarire questi aspetti. In particolare, è necessario analizzare le relazioni intercorse tra prezzi azionari e immobiliari, nonché le concomitanti condizioni economiche. L'analisi statistica copre un campione di 13 paesi industriali e si basa su dati trimestrali dal 1° trimestre 1970 al 4° trimestre 1999. È stato volutamente escluso il ciclo più recente in quanto, come già notato, non si è ancora esaurito. Come in precedenza, tutti i prezzi delle attività sono espressi in termini reali, ossia corretti per l'inflazione mediante l'indice dei prezzi al consumo.

Non tutti i picchi azionari sono seguiti da massimi dei prezzi abitativi

⁶ Questo episodio è stato esaminato in maggior dettaglio da Borio e Lowe (2003).

I picchi azionari preannunciano quelli immobiliari?

Di seguito si esplora in ordine sequenziale se i corsi azionari possono pronosticare un picco dei prezzi delle abitazioni: a) in modo autonomo; b) dopo aver tenuto conto delle variabili macroeconomiche tradizionalmente ritenute idonee a spiegare i movimenti nei prezzi delle abitazioni (“variabili di controllo”); c) considerando altresì gli squilibri finanziari accumulatisi durante la fase di boom⁷. Le variabili tradizionali comprendono la crescita del prodotto e le variazioni nel tasso di disoccupazione, nell’inflazione e nei tassi di interesse. Sono stati presi in considerazione i tassi di interesse sia in termini nominali che corretti per l’inflazione, a breve (tre mesi) e a lungo termine, ma vengono riportati solo i risultati relativi ai tassi con la maggiore valenza esplicativa⁸. La proxy degli squilibri finanziari coglie gli episodi di “eccessiva” espansione *simultanea* del credito e dei corsi azionari in termini reali. Segnatamente, si individua uno squilibrio finanziario allorché gli scostamenti (“gap”) dal trend sia del rapporto credito/PIL sia dei prezzi reali delle azioni superano determinati livelli critici, calibrati in modo da massimizzare il contenuto predittivo della proxy in merito a successive crisi bancarie su un orizzonte di tre-cinque anni⁹. Questa variabile è stata inclusa perché in lavori precedenti si è rivelata utile anche nel preannunciare successivi episodi di indebolimento del prodotto e di disinflazione (Borio e Lowe, 2003). Per analogia, essa potrebbe contribuire a pronosticare i picchi del mercato immobiliare.

Il contenuto predittivo delle diverse variabili è stabilito in base a una serie di regressioni “probit” che consentono di valutare come aumenta la probabilità di un massimo dei prezzi abitativi allorché si registra un picco dei corsi azionari e dato il comportamento pregresso delle variabili di controllo e della proxy per gli squilibri finanziari. Il valore predittivo viene esaminato su diversi orizzonti temporali. Quattro risultati fondamentali meritano di essere posti in evidenza (tabelle 2 e 3).

Primo, i picchi dei corsi azionari hanno un considerevole contenuto predittivo in merito a successivi picchi del mercato immobiliare (tabella 2). La probabilità (incondizionata) che in un paese si verifichi un massimo di questo tipo nell’arco di uno, due o tre anni (quattro trimestri successivi) è rispettivamente del 9, 18 e 27%. Queste probabilità arrivano a quasi il doppio

La probabilità di un picco nei prezzi abitativi aumenta a seguito di un picco azionario ...

⁷ Cfr. anche Tsatsaronis e Zhu in questa Rassegna.

⁸ In tutta l’analisi qui presentata i tassi di interesse nominali a breve hanno generalmente avuto maggiore significatività statistica. La combinazione di tassi reali a breve e di distinti regressori dei tassi di inflazione produce risultati qualitativamente analoghi ma meno robusti. Per brevità, vengono riportati solo i risultati ottenuti con l’impiego di tassi nominali.

⁹ Il livello critico corrisponde a uno scostamento dal trend pari a 4 e a 60 punti percentuali, rispettivamente, per il rapporto credito privato/PIL e i corsi azionari depurati dell’inflazione. Con questa impostazione, la variabile “dummy” è attivata agli inizi degli anni ’70 per il Giappone e all’interno del periodo tra inizi e metà anni ’80 per oltre la metà degli altri paesi del campione. Per ulteriori chiarimenti sulla costruzione della proxy per gli squilibri finanziari e sul suo valore predittivo, cfr. Borio e Lowe (2003). Per un’analisi equivalente su dati annuali, cfr. Borio e Lowe (2002a,b).

Picco dei prezzi abitativi: previsione in base al picco dei corsi azionari ¹						
Orizzonte della variabile dipendente	Combinazione di variabili predittive					
	Picco azionario ²	Tassi di interesse	Crescita del PIL	Disoccupazione	Probabilità di un picco	
					Incondizionata	Condizionata ³
Quattro trimestri	0,18***					0,27
	0,16***	0,02***			0,09	0,25
	0,12**	0,02***	0,01**	-0,10***		0,21
Otto trimestri	0,33***					0,50
	0,30***	0,03***			0,18	0,48
	0,25***	0,02**	0,03***	-0,15***		0,43
Dodici trimestri	0,38***					0,65
	0,36***	0,03***			0,27	0,63
	0,33***	0,01	0,04***	-0,18***		0,60

¹ Previsione basata su dati trimestrali (1971-fine1999) per 13 paesi industriali. I regressori di controllo comprendono "lag" singoli per la crescita del PIL e variazioni nei tassi a breve nominali e nella disoccupazione. I coefficienti su tali regressori possono essere interpretati come il cambiamento della probabilità che si verifichi un picco nei prezzi abitativi, data una variazione marginale del regressore rispetto alla sua media campionaria. Uno, due o tre asterischi denotano significatività statistica rispettivamente ai livelli 10, 5 e 1%. Tutte le regressioni sono state calcolate con quattro "lag" di queste variabili di controllo, con risultati qualitativamente e quantitativamente simili. ² Il coefficiente sul regressore binario che coglie i picchi azionari può essere interpretato come la variazione nella probabilità di un picco immobiliare, data una variazione discreta del regressore. ³ La probabilità condizionata dato un picco dei corsi azionari è la somma della probabilità incondizionata e del coefficiente sul regressore dei picchi azionari.

Tabella 2

nei periodi che seguono un picco delle azioni¹⁰. Inoltre il valore predittivo presenta una notevole robustezza a fronte dell'introduzione di altre variabili. L'inclusione della crescita del prodotto e delle variazioni dei tassi di interesse e della disoccupazione influisce scarsamente sull'aumento marginale della probabilità di osservare un picco nei prezzi delle abitazioni associato a un massimo dei corsi azionari o sulla sua significatività statistica. Le probabilità non sono influenzate sensibilmente neppure dall'accumulo di squilibri finanziari durante la precedente fase di boom¹¹.

¹⁰ L'esercizio è stato reiterato attraverso variabili indipendenti, mantenendo la variabile dipendente costante a quattro trimestri. Ciò equivale a stimare la probabilità di un massimo dei prezzi delle abitazioni entro l'anno *seguente* (periodo fisso), dato un picco dei prezzi azionari nei *precedenti* due, quattro, sei, ecc. trimestri. I risultati sono coerenti con quelli dianzi analizzati. Per verificare la robustezza del modello, le regressioni sono state effettuate anche in senso inverso, ossia impiegando i picchi dei prezzi delle abitazioni per pronosticare quelli dei corsi azionari. Questo esercizio produce generalmente coefficienti negativi sulla "dummy" dei prezzi delle abitazioni, e ciò indica che un picco di questi ultimi riduce la probabilità che si raggiunga un punto di massima dei corsi azionari.

¹¹ La stretta correlazione tra picchi azionari e immobiliari è ampiamente in linea con la teoria. Per esempio, sia le azioni che le abitazioni sono attività di lunga durata e rappresentano un diritto su beni reali o servizi. In quanto tali, esse dovrebbero avere in comune alcune determinanti economiche. Allo stesso tempo, i prezzi delle azioni mostrano un minor grado di inerzia, non da ultimo poiché il mercato su cui queste vengono trattate è molto più liquido. Inoltre, i primi ribassi segnati dai corsi azionari dopo un pronunciato picco possono indurre a loro volta riallocazioni di portafoglio a favore di attività immobiliari, creando una biforcazione tra i rispettivi andamenti. Si veda oltre per un'ulteriore trattazione dei fattori che agiscono sul "lag" osservato, dato il più rapido aggiustamento fisiologico dei corsi azionari.

Picco dei prezzi abitativi: previsione in base agli squilibri finanziari ¹					
Cambiamento nella probabilità incondizionata di un picco dei prezzi delle abitazioni					
Probabilità incondizionata	Picco azionario ²	Squilibrio finanziario ^{2,3}	Tassi di interesse ⁴	Crescita del PIL ⁴	Disoccupazione ⁴
0,09	0,17***	0,21***			
0,09	0,11**	0,19***	0,02***	0,01**	-0,10***

¹ Risultati delle regressioni "probit", dove la variabile dipendente è definita come "dummy" zero/uno corrispondente al verificarsi/non verificarsi di un picco dei prezzi abitativi nei quattro trimestri successivi. Uno, due e tre asterischi denotano significatività statistica rispettivamente ai livelli 10, 5 e 1%. I risultati sono robusti a cambiamenti nell'orizzonte di previsione del picco immobiliare, pari ad esempio a otto e a dodici trimestri. ² Cambiamento nella probabilità di un massimo dei prezzi delle abitazioni condizionata al verificarsi di un picco delle azioni o di uno squilibrio finanziario. ³ La "dummy" per lo squilibrio finanziario è posta a uno se il "gap" del credito supera 4 punti percentuali e quello delle azioni 60 punti negli otto trimestri che precedono il picco dei corsi azionari. Senza variabili di controllo i coefficienti su questa variabile per specificazioni alternative del "lag" sono 0,08**, 0,20*** e 0,15*** rispettivamente per quattro, sei e dieci trimestri precedenti il picco azionario. Con variabili di controllo i coefficienti sono 0,05, 0,15*** e 0,14***. ⁴ I regressori di controllo comprendono singoli "lag" per la crescita del PIL e le variazioni nei tassi a breve nominali e nel tasso di disoccupazione. I coefficienti su queste variabili possono essere interpretati come variazioni della probabilità che si verifichi un picco dei prezzi abitativi data una variazione marginale del corrispondente regressore rispetto alla sua media campionaria. Tutte le regressioni sono state calcolate con quattro "lag" di queste variabili, producendo risultati qualitativamente e quantitativamente simili. Tabella 3

... dopo periodi di
sostenuta crescita
economica ...

Secondo, i prezzi degli alloggi hanno tendenzialmente toccato un massimo dopo periodi di crescita economica relativamente sostenuta (tabella 2). Ad esempio, i coefficienti sul "lag" della crescita del PIL, pur non essendo sempre singolarmente significativi allorché se ne includono molteplici, indicano che l'effetto complessivo è positivo e ha significatività statistica. Analogamente, l'effetto della disoccupazione è negativo: un calo della disoccupazione nei periodi precedenti un massimo dei corsi azionari accresce cioè la probabilità che si verifichi un picco dei prezzi delle abitazioni nei trimestri seguenti.

... e in seguito a
una stretta
monetaria

Terzo, il rialzo dei tassi di interesse è un fattore che ha contribuito ad arrestare l'ascesa dei prezzi delle abitazioni. È forse sorprendente che tra le variabili di controllo siano i tassi nominali a breve ad avere valenza maggiore. Sebbene in molti casi rilevino anche i "lag" dei tassi nominali a lungo termine, i relativi coefficienti sono più bassi e meno significativi. Inoltre, i tassi reali, sia a breve che a lunga, hanno minore significatività statistica rispetto ai corrispondenti tassi nominali, anche se tendono a dare risultati migliori allorché si includono nella regressione i "lag" dei tassi di inflazione. I movimenti dei tassi nominali hanno una maggiore incidenza probabilmente perché sono più strettamente correlati a cambiamenti dei vincoli finanziari nel breve periodo, quali un aumento della quota di reddito assorbita dai pagamenti per interessi, e pertanto sia alla capacità di indebitamento sia alla volontà di erogare credito (cfr. il contributo di Debelle in questa *Rassegna trimestrale*)¹². La maggiore rilevanza dei tassi a breve rispetto a quelli a lungo termine può essere in parte spiegata da fattori analoghi¹³, ma, più in generale, potrebbe derivare dal più

¹² Per ulteriori elementi a conferma del diverso ruolo svolto in questo contesto dai tassi nominali rispetto a quelli reali negli Stati Uniti, cfr. Brayton e Reifschneider (2003).

¹³ Tuttavia, se fosse questa la sola spiegazione ci si dovrebbe attendere un maggior divario tra i paesi, date le notevoli differenze nella percentuale di finanziamenti ipotecari erogati a tasso variabile piuttosto che a tasso fisso (Borio, 1997).

esteso influsso esercitato dalla politica monetaria sulla predisposizione e la capacità di spesa degli operatori economici, non da ultimo agendo sulle aspettative circa i flussi di reddito futuri e sulla propensione al rischio.

Infine, anche l'accumulo occasionale di squilibri finanziari durante la precedente fase di boom ha un chiaro contenuto informativo addizionale (tabella 3). La capacità predittiva della proxy per gli squilibri finanziari è massima con un ritardo di otto trimestri rispetto al picco dei corsi azionari. Il corrispondente aumento della probabilità di osservare un successivo massimo dei prezzi delle abitazioni è addirittura maggiore di quello connesso con il picco delle azioni¹⁴. Ciò vale indipendentemente dal fatto che vengano incluse altre variabili di controllo. Infatti, sebbene non riportata in tabella, la probabilità di assistere a un picco dei prezzi delle abitazioni nei due anni successivi – posto l'*evento congiunto* di un massimo degli indici azionari e di uno squilibrio finanziario otto trimestri prima di tale picco – aumenta di circa 50 punti percentuali (innalzando la probabilità condizionata a quasi il 70%), ossia è molto maggiore che nel caso in cui i due eventi si verificano separatamente. Questo dato di fatto indica che un eccessivo accumulo di debito limita la capacità di assorbimento degli shock propria al sistema allorché i corsi azionari cominciano a calare, creando le premesse per un indebolimento dei prezzi anche nel mercato delle abitazioni.

L'accumulo di squilibri finanziari svolge un ruolo non trascurabile

Che cosa spiega la durata del ritardo?

I dati fin qui esposti indicano che i picchi degli indici azionari – specie se preceduti da consistenti boom del credito e delle quotazioni azionarie, da rialzi dei tassi nominali a breve e da una sostenuta attività economica – tendono a preannunciare un massimo dei prezzi delle abitazioni nel periodo considerato. In che misura questi fattori possono anche contribuire a spiegare la durata dell'intervallo tra i due picchi?

Per rispondere a tale quesito viene considerato un sottoinsieme dei dati, ossia tutti i picchi dei prezzi delle abitazioni che sono stati preceduti da un punto di svolta superiore dei mercati azionari (ossia le osservazioni della tabella 1)¹⁵. Viene quindi effettuata una regressione della durata del "lag" tra i due picchi sulle variabili considerate, ossia la variazione media di tassi di interesse, la crescita del prodotto, la disoccupazione e la proxy per lo squilibrio finanziario¹⁶.

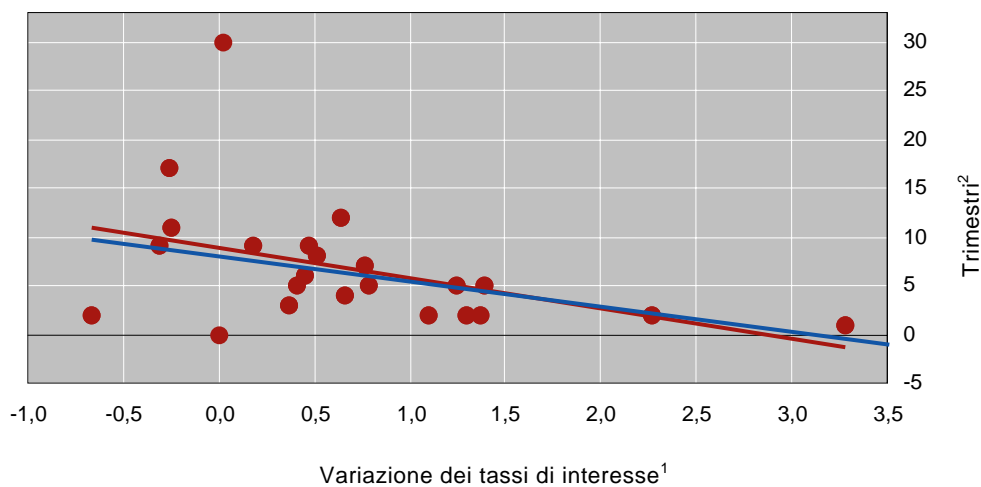
L'estensione del ritardo tra picchi dei mercati azionario e immobiliare ...

¹⁴ La tabella 3 illustra i risultati per un picco dei prezzi abitativi nei successivi quattro trimestri. Risultati simili si ottengono anche per orizzonti temporali più lunghi. Ad esempio, uno squilibrio finanziario accumulato otto trimestri prima di un picco azionario fa salire di 31 punti percentuali la probabilità di osservare un massimo dei prezzi delle abitazioni entro i due anni successivi al picchio azionario.

¹⁵ Per i primi anni del campione considerato mancano i dati relativi ai tassi di interesse di Danimarca, Finlandia e Norvegia, con conseguente perdita di tre osservazioni nell'elenco della tabella 1.

¹⁶ La variazione media dei tassi di interesse è calcolata come variazione cumulativa tra il picco dei corsi azionari e quello dei prezzi delle abitazioni, divisa per la durata del "lag". Questa normalizzazione permette di controllare la considerevole eterogeneità nella durata del periodo in cui i tassi di interesse variano dopo un picco dei corsi azionari. D'altra parte, ciò introduce

Variazione dei tassi di interesse e ritardo tra i picchi dei mercati azionario e immobiliare



Nota: la linea blu indica la retta di regressione escludendo i valori anomali. Fra questi rientrano le osservazioni con "lag" superiori a 20 o pari a zero.

¹ Variazione media trimestrale dei tassi nominali a breve nell'intervallo tra il picco dei corsi azionari e quello successivo dei prezzi delle abitazioni. ² Numero di trimestri di ritardo del picco nei prezzi abitativi rispetto al precedente massimo azionario.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 3

I risultati fanno ritenere che la variabile con il maggiore contenuto informativo circa la durata dell'intervallo è quella dei tassi di interesse nominali a breve¹⁷. Un loro aumento/calò riduce/allunga il ritardo in modo significativo dal punto di vista sia statistico che economico (grafico 3)¹⁸. Nel campione di paesi qui considerato la variazione media trimestrale dei tassi di interesse tra il picco azionario e quello immobiliare era di circa 70 punti base, con un "lag" di sette trimestri. Stando al valore dei risultati, se la variazione media trimestrale dei tassi di interesse fosse stata inferiore di 25 punti base, la durata del ritardo sarebbe aumentata di circa un quarto. Interpretando il risultato in senso inverso, ne deriverebbe che il rialzo dei tassi ha contribuito ad arrestare il boom dei prezzi delle abitazioni. In questo senso, l'effettivo calo dei tassi di

la variabile dipendente dal lato destro dell'equazione, con il rischio di problemi di endogeneità. Un'alternativa consiste nel calcolare la variazione di questi regressori su un periodo fisso a partire dal picco dei corsi azionari e quindi reiterare variando la durata del periodo in regressioni distinte. Questo esercizio produce coefficienti del segno atteso sulla variabile dei tassi di interesse, ma stimati con approssimazione (generalmente non significativi).

¹⁷ La variazione media trimestrale dei tassi di interesse tra i picchi va da un massimo di 3,27 punti percentuali durante il ciclo azioni/abitazioni del Canada nel 1° trimestre 1981 a un minimo di -0,66 punti nel 3° trimestre 1990 per il ciclo irlandese.

¹⁸ Questa affermazione si basa sull'ipotesi implicita che le variazioni dei tassi abbiano un *effetto simmetrico* sulla durata del ritardo. Nel caso specifico, molte delle 23 coppie di picchi di azioni-abitazioni incluse nella regressione si verificano negli anni '70 e '80, caratterizzati da un'inflazione relativamente alta. Pertanto, solo quattro osservazioni sono effettivamente associate a un *calò* dei tassi di interesse successivo a un picco azionario. Sarebbe quindi più corretto affermare che in base all'esperienza di quegli anni un *aumento inferiore alla media* dei tassi dopo un picco azionario si associa a "lag" più lunghi tra i due picchi.

interesse dopo un picco dei mercati azionari potrebbe accompagnarsi a ritardi considerevolmente più lunghi.

L'associazione statistica tra variazione media dei tassi di interesse e "lag" tra picchi dei mercati azionario e immobiliare rimane robusta anche se vengono variate le specificazioni econometriche. In particolare, l'inclusione della crescita del PIL, di per sé priva di significatività statistica, riduce leggermente il coefficiente sulla variabile tasso di interesse, ma non modifica il risultato di base. Altre variabili esplicative, come diversi ritardi per la proxy dello squilibrio finanziario e la variazione dei tassi di disoccupazione, non sembrano avere effetti statisticamente significativi sulla durata del "lag". Alla stessa stregua, l'esclusione di osservazioni anomale riduce di circa un terzo il coefficiente sulle variazioni dei tassi di interesse, a indicazione che un calo dei tassi a breve ha un impatto minore sulla durata del ritardo, ma accresce l'accuratezza del coefficiente stimato (più alto livello di significatività statistica).

... è collegata a un allentamento della politica monetaria

Che cosa spiega l'ampiezza della contrazione?

Fin qui sono state considerate le determinanti dei picchi nei prezzi delle abitazioni e il loro sfasamento temporale rispetto a quelli dei corsi azionari. È ora il momento di vedere se le suddette variabili hanno valore predittivo anche per quanto riguarda le dimensioni di una fase contrattiva dei prezzi degli alloggi. Dopotutto, è proprio l'ampiezza della flessione ad avere maggiore rilevanza per l'attività economica. Poiché il valore delle abitazioni rappresenta la componente principale della ricchezza delle famiglie, una sua significativa contrazione può avere forti effetti di ricchezza, traducendosi in una flessione dei consumi, degli investimenti e dell'attività economica complessiva. In effetti, pare che l'impatto negativo di un crollo dei prezzi immobiliari su queste variabili macroeconomiche sia stato maggiore di quello prodotto da una caduta degli indici azionari (FMI, 2003).

Il fatto che nel periodo campione i "boom" non siano stati molto meno pronunciati dei "bust" rende ancor più pressante la questione. I prezzi degli alloggi sono calati in media del 20% rispetto a ciascun picco, con percentuali che vanno dal 3 a circa il 50%, mentre l'aumento rispetto al precedente minimo è stato mediamente pari a quasi il 40%. In sostanza ciò significa che se, ad esempio, i prezzi delle abitazioni avessero valore 100, una fase di boom li porterebbe in media a quasi 140 e una successiva fase di contrazione li ricondurrebbe intorno a 110.

L'intensità delle precedenti fasi contrattive dei prezzi delle abitazioni ...

Al fine di accertare se l'ampiezza della caduta dei prezzi delle abitazioni può essere spiegata dai fattori che caratterizzano un rallentamento economico e, più ambiziosamente, dagli aspetti del precedente boom, viene adottato il seguente procedimento. La flessione dei prezzi delle abitazione tra i punti di massimo e di minimo viene posta in relazione con due serie di variabili, corrispondenti alle caratteristiche della precedente espansione e della successiva contrazione. Per quanto riguarda la fase di boom, vengono inclusi gli incrementi dei prezzi azionari e abitativi tra i punti di svolta inferiore e superiore, una variabile che coglie l'eventuale presenza di uno squilibrio finanziario e infine la variazione dei tassi di interesse nominali nei quattro

trimestri precedenti il picco del mercato immobiliare. Relativamente alla fase contrattiva, si considerano invece il calo dei corsi azionari tra massimo e minimo e le variazioni nella crescita del prodotto, nella disoccupazione e nei tassi nominali a breve durante la discesa dei prezzi immobiliari. Dall'analisi si perviene a tre conclusioni (tabella 4).

... è in relazione con le dimensioni della precedente fase di boom ...

Anzitutto, appare evidente la componente dinamica autonoma dei prezzi delle abitazioni. Ceteris paribus, quanto maggiore è la loro fase espansiva, tanto maggiore è quella contrattiva (grafico 4). Il coefficiente sull'ascesa dei prezzi delle abitazioni tra minimo e massimo indica che un aumento della deviazione standard nelle dimensioni del boom accresce di circa 8 punti percentuali la successiva contrazione. Impiegando le medie semplici e considerando un indice immobiliare pari a 100 al precedente minimo, se i prezzi delle abitazioni aumentassero di due terzi, alla fine della fase contrattiva essi conserverebbero solo il 20–30% di tale aumento. Le dimensioni del boom restano statisticamente significative anche dopo l'inclusione di altre variabili esplicative, senza variazioni di rilievo nel loro impatto. Questa dinamica autonoma potrebbe rispecchiare vari fattori, quali l'interazione tra prezzi in ascesa e in diminuzione che si rafforzano vicendevolmente, le attese estroapolative di ulteriori variazioni di prezzo nella stessa direzione o infine una domanda di investimenti in abitazioni accompagnata da una risposta solo tardiva dell'offerta di nuovi alloggi¹⁹.

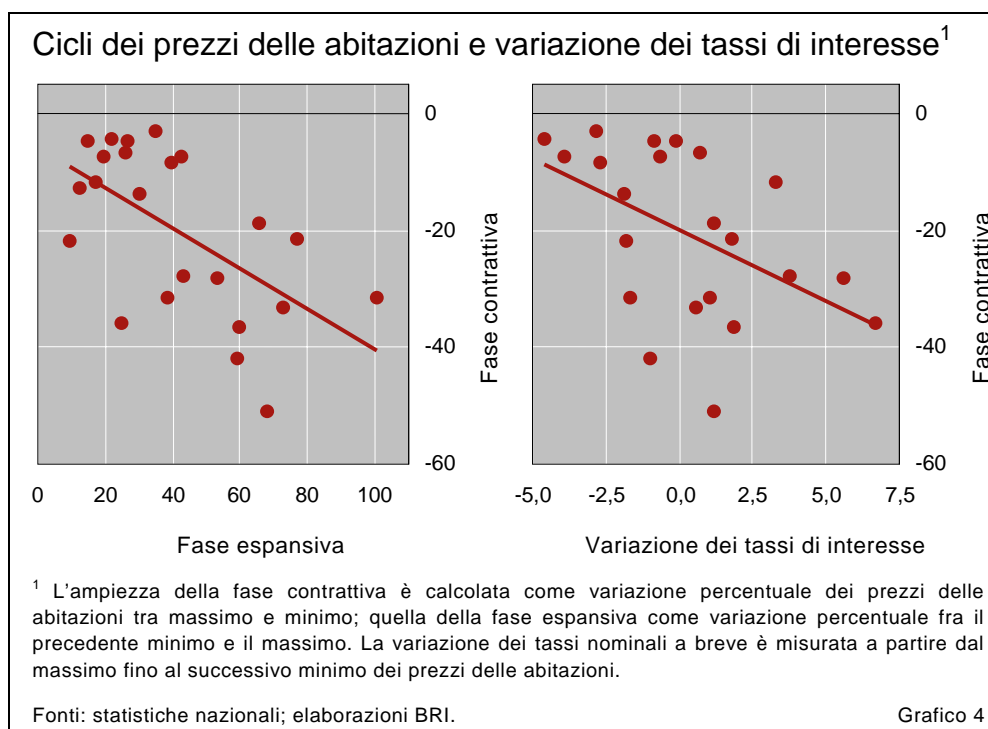
Tale risultato è avvalorato dal contenuto informativo relativamente scarso di varie altre variabili di interesse in questo contesto. Può forse sorprendere che, di per sé, le dimensioni dei cicli dei corsi azionari avrebbero, al massimo, un contenuto predittivo solo marginale. Né è migliore la prestazione delle altre variabili che esprimono il grado di debolezza economica. Mentre la crescita

Ampiezza previsionale della fase contrattiva dei prezzi abitativi ¹								
variabile dipendente: caduta dei prezzi abitativi tra massimo e minimo; in percentuale								
Boom dei prezzi delle abitazioni	Corsi azionari ²		Squilibrio finanziario ³	Variazione dei tassi ⁴		Crescita del prodotto ⁴		Indice R
	Boom	Bust		fino al picco	dopo il picco	fino al picco	dopo il picco	
-0,34***								0,35
-0,31***	-0,02							0,38
-0,34***		0,16						0,39
-0,27***			-22,22***					0,54
-0,21**			-24,02***	-0,15	-2,12***			0,71
-0,21***			-27,18***	-0,51	-2,21***	-0,04	3,17***	0,80

¹ Risultati ottenuti dalle regressioni OLS (con minimi quadrati ordinari) della variazione percentuale dei prezzi abitativi tra massimo e minimo su diverse variabili. ² Variazione percentuale dal precedente minimo al picco e dal picco al minimo successivo. ³ La "dummy" per lo squilibrio finanziario è posta a uno se i "gap" (scostamenti dai trend ricorsivi ex ante) del credito e dei corsi azionari superano 4 e 60 punti percentuali nel sesto trimestre precedente al picco azionario. ⁴ Variazioni calcolate sui quattro periodi antecedenti e successivi al picco dei prezzi delle abitazioni. Né la variazione né il livello del tasso di disoccupazione (prima e dopo il picco) mostrano significatività.

Tabella 4

¹⁹ Su questo punto, cfr. Case e Shiller (1989), Capozza et al. (2002) e Zhu (2003).



del prodotto dopo il picco delle quotazioni azionarie sembra in effetti mitigare la gravità della caduta dei prezzi delle abitazioni, la dinamica della disoccupazione (non riportata) è priva di significatività.

In secondo luogo, a conferma dell'importanza che rivestono le caratteristiche del precedente boom, la presenza di squilibri finanziari in quella fase sembra contribuire a spiegare la successiva discesa dei prezzi delle abitazioni. Alla lettera, i risultati implicano che nel caso vi sia uno squilibrio finanziario sei trimestri prima del picco dei prezzi delle abitazioni la gravità della loro caduta è accentuata di circa 20 punti percentuali²⁰. Quindi, quel che conta non sembra essere tanto l'ampiezza del boom delle azioni in sé quanto piuttosto il simultaneo verificarsi di incrementi insolitamente forti e rapidi del rapporto credito privato/PIL e delle quotazioni azionarie, sintomo di un accumulo di vulnerabilità nel sistema.

Infine, sarebbe confermato l'influsso dei tassi di interesse nominali (grafico 4). In particolare, una loro riduzione dopo un picco dei prezzi delle abitazioni contribuirebbe a frenare la caduta di questi ultimi; l'impatto di una variazione dei tassi antecedente al picco, pur agendo nella direzione prevista, è difficile da discernere statisticamente.

... e con la presenza di squilibri finanziari

Conclusioni

Le regolarità statistiche rilevabili nel periodo che va dagli inizi degli anni settanta a metà anni novanta delineano il seguente quadro. Nel complesso, i picchi dei prezzi delle abitazioni hanno avuto la tendenza a seguire quelli dei

²⁰ Gli squilibri finanziari emersi quattro o otto periodi prima del picco hanno un contenuto predittivo analogo, anche se minore, per la flessione dei prezzi abitativi.

corsi azionari con un ritardo di almeno un anno e sulla scia di un'attività economica relativamente sostenuta. Ciò è osservabile in particolare nei casi in cui il picco era stato preceduto dall'accumularsi di squilibri finanziari sotto forma di un'espansione del credito privato eccezionalmente rapida e sostenuta, unita a un boom dei corsi azionari. Il rialzo dei tassi di interesse pare aver contribuito al raggiungimento del punto di svolta superiore. La successiva fase calante dei prezzi immobiliari ha evidenziato una certa dinamica autonoma, determinata in misura considerevole dall'ampiezza del precedente boom e talora accentuata dall'accumulo di squilibri finanziari durante tale boom. Il calo dei tassi di interesse nominali ha tuttavia contribuito a moderare in parte la caduta dei prezzi delle abitazioni.

Quali potrebbero essere le implicazioni per l'attuale congiuntura? Nel trarre inferenze, è necessario tenere debitamente conto dei limiti insiti nell'esercizio. Da un lato, le serie statistiche sono piuttosto limitate in quanto vengono considerati solo gli episodi maggiori, e i dati sui prezzi delle abitazioni non risalgono a prima degli anni settanta²¹. Sono inoltre intervenuti significativi cambiamenti nel contesto economico generale rispetto al periodo per il quale sono individuate le regolarità statistiche, primo fra tutti il livello più basso e stabile dell'inflazione. Questi aspetti andrebbero considerati nel formulare un giudizio complessivo.

Ciò nondimeno, almeno due inferenze di ordine generale appaiono fondate. Primo, in retrospettiva l'insolito vigore dei prezzi delle abitazioni durante il recente rallentamento economico e la successiva ripresa potrebbe in parte essere frutto di dinamiche autonome, poiché gli incrementi di prezzo tendono ad autoalimentarsi e sono stati favoriti dal calo dei tassi nominali a breve associato al cospicuo allentamento monetario che ha fatto seguito alla decelerazione dell'attività economica. In netto contrasto con la maggior parte degli episodi precedenti, la quiescenza dell'inflazione ha offerto alle banche centrali un ampio margine di manovra, di cui esse si sono avvalse. Secondo, è azzardato fare congetture sulla durata possibile della fase ascendente dei prezzi delle abitazioni e, nel caso di raggiungimento di un punto di svolta, sulle dimensioni della loro eventuale successiva caduta. In particolare, l'assenza di chiare pressioni inflazionistiche potrebbe far sì che i tassi ufficiali siano mantenuti bassi molto più a lungo che in passato, eliminando quella che pare essere stata un'importante causa immediata delle precedenti flessioni. Allo stesso tempo, non si può escludere del tutto la possibilità che, anche in assenza di un netto aumento dei tassi, dinamiche autonome agiscano a un certo punto da freno sui prezzi. Se l'esperienza può servire da guida, a parità di altre condizioni i paesi più esposti a considerevoli flessioni sembrerebbero essere quelli dove i prezzi hanno registrato i maggiori rialzi e dove durante la fase di boom sono emersi altri segnali di un accumulo di squilibri finanziari.

²¹ Inoltre, i punti campione potrebbero non essere del tutto indipendenti nella misura in cui sono riconducibili a fattori comuni a più paesi. In tal caso, il numero di episodi indipendenti nell'analisi intersettoriale è minore di quanto ipotizzato dalla metodologia statistica. Ciò accrescerebbe il grado di incertezza delle corrispondenti stime.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (1993): "I prezzi delle attività e la gestione delle situazioni di dissesto finanziario", *63ª Relazione annuale*, Basilea, pagg. 165–181.

——— (2003): *73ª Relazione annuale*, Basilea.

Borio, C. (1997): "Credit characteristics and the monetary policy transmission mechanism in fourteen industrial countries", in Alders (ed.), *Monetary policy in a converging Europe*, Kluwer, Amsterdam.

Borio, C., N. Kennedy e S.D. Prowse (1994): "Exploring aggregate asset price fluctuations across countries: measurement, determinants and monetary policy implications", *BIS Economic Papers*, n. 40, aprile.

Borio, C. e P. Lowe (2002a): "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers*, n. 114, luglio.

——— (2002b): "Come valutare il rischio di crisi bancarie", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 47–59.

——— (2003): "Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?", studio presentato al convegno della BCE su "Asset prices and monetary policy", 11–12 dicembre, Francoforte.

Brayton, F. e D. Reifschneider (2003): "Financial conditions and real activity: quantifying the influence of interest rates, wealth and credit channel factors on consumption and investment", presentato alla Riunione d'autunno degli economisti presso la BRI, ottobre.

Capozza, D.R., P.H. Hendershott, C. Mack e C.J. Mayer (2002): "Determinants of real house price dynamics", *NBER Working Papers*, n. 9262, ottobre.

Case, K.E. e R.E. Shiller (1989): "The efficiency of the market for single-family homes", *The American Economic Review*, vol. 79, pagg. 125–137.

Debelle, G. (2004): "Indebitamento delle famiglie e macroeconomia", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo.

Detken, C. e F. Smets (2003): "Asset price booms and monetary policy", presentato al convegno della BCE su "Asset prices and monetary policy", 11–12 dicembre, Francoforte.

World Economic Outlook (WEO) dell'FMI (2003): Capitolo II: "When bubbles burst", aprile.

Tsatsaronis, K. e H. Zhu (2004): "Determinanti delle dinamiche dei prezzi abitativi: evidenze tratte da vari paesi", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo.

Zhu, H. (2003): "The importance of property markets for monetary policy and financial stability", presentato alla Conference on Real Estate Indicators and Financial Stability FMI/BRI, 27–28 ottobre, Washington D.C.

Il mercato ipotecario danese¹

Con l'evolversi del credito ipotecario, vi sono motivi per seguire il modello danese?

Classificazione JEL: G180, G280, L890

Nel presente articolo viene descritto il mercato ipotecario danese, uno fra i più sofisticati al mondo². In Danimarca un contratto standard di mutuo permette di indebitarsi a lungo termine (fino a 30 anni) a tasso fisso, con l'opzione di rimborsare anticipatamente il prestito senza incorrere nel pagamento di penali. Questa opzione è prevista anche dagli omologhi contratti USA e, sotto questo aspetto, i mercati ipotecari di Stati Uniti e Danimarca sono unici nel loro genere.

La principale conseguenza di tale facoltà opzionale è che gli investitori sono esposti al rischio di rimborso anticipato e, quindi, al rischio di reinvestimento. Va però rilevato che se da un lato le classiche obbligazioni ipotecarie con opzione di rimborso anticipato ("callable") presentano caratteristiche di rischio simili nei due mercati su un orizzonte di medio-lungo termine, dall'altro la performance del mercato danese non ha particolarmente risentito dei periodi di intensa attività di rifinanziamento, a differenza di quanto accaduto negli USA. In questo paese si è infatti osservato che l'assunzione di posizioni in titoli ipotecari "callable" in concomitanza con un massiccio ricorso al rifinanziamento immobiliare tende ad amplificare la volatilità dei tassi di interesse a lungo termine³.

Il presente studio si prefigge anzitutto di individuare gli elementi che rivestono importanza per la performance del sistema danese; ciò dovrebbe interessare quei paesi che stanno esplorando la possibilità di riorganizzare o

¹ Le opinioni espresse dagli autori in questo saggio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI, della Danmarks Nationalbank o della Sveriges Riksbank. Si ringraziano Danske Bank, Finanstilsynet, Nordea, Nykredit, PensionDanmark, Morten Bækmand, Jens Dalsskov ed Eli Remolona.

² Un mutuo è un prestito assistito da garanzia ipotecaria; di norma esso consiste in un contratto finanziario tra un fornitore istituzionale di fondi da un lato, e un privato o una società commerciale dall'altro.

³ Per una trattazione degli effetti dei rifinanziamenti ipotecari e delle attività di copertura su tassi swap e altri tassi di interesse a lunga, cfr. Packer e Wooldridge (2003), Perli e Sack (2003), nonché FMI (2003) alle pagg. 16–22.

sviluppare i mercati obbligazionari in moneta locale avvalendosi del credito ipotecario⁴.

Il secondo obiettivo è quello di illustrare le scelte politiche e i relativi trade-off riguardo ad assetti istituzionali, fonti di volatilità del mercato e stabilità finanziaria in caso di utilizzo di obbligazioni rimborsabili nell'ambito del credito ipotecario.

Sono individuate due possibili spiegazioni delle differenze esistenti fra il mercato danese e quello statunitense in periodi di intensa attività di rifinanziamento. La prima va ricercata nella stringente normativa della Danimarca, che richiede per i prestiti una corrispondenza tra i flussi di cassa debitori e creditori. Ne consegue che gli istituti di credito ipotecario non incorrono nel rischio di mercato, mentre il rischio di rimborso anticipato fa capo agli investitori allineati su strategie di "buy and hold". La seconda spiegazione risiede nel fatto che la politica di cambio fisso tra corona danese ed euro potrebbe avere ridotto la volatilità, consentendo agli acquirenti di obbligazioni riscattabili danesi di coprirsi a basso costo dal rischio di mercato ricorrendo a prodotti denominati in euro.

Inoltre, il caso danese illustra quale sia la struttura istituzionale necessaria a una piccola economia aperta per creare un efficiente mercato obbligazionario in moneta locale.

Lo studio comincia con l'analizzare la performance del mercato danese, per passare poi a descrivere sia il quadro regolamentare in cui operano le banche creditrici in materia di rischi di credito e di rimborso anticipato, sia gli elementi che promuovono la liquidità del mercato. Segue quindi un raffronto tra le informazioni impiegate per determinare il prezzo dei titoli ipotecari riscattabili danesi e quelle utilizzate per gli analoghi "mortgage-backed securities" statunitensi. Nella sezione finale vengono poi espone alcune considerazioni conclusive.

La performance del sistema danese

In Danimarca le famiglie hanno da molti anni la possibilità di contrarre mutui con prezzi e caratteristiche uniformi in tutto il paese. Istituito come sistema cooperativo fondato su regolamenti che ne limitavano pesantemente la concorrenza, il mercato ipotecario danese offriva in origine una gamma limitata di prodotti, fra i quali predominavano i prestiti riscattabili a lungo termine e a tasso fisso. Nel corso degli anni novanta, tuttavia, consolidamento, deregolamentazione e progresso tecnologico nel comparto del credito ipotecario hanno ampliato le tipologie di finanziamento immobiliare disponibili e, con esse, le possibilità di scelta dei prenditori.

L'efficacia del sistema danese trova riflesso nell'elevato ricorso ai mutui rispetto alle dimensioni dell'economia. La tabella 1, ad esempio, mostra come

Ampio ricorso ai mutui in Danimarca

⁴ Il mercato ipotecario danese ha già richiamato l'attenzione di paesi interessati a sviluppare mercati obbligazionari in moneta locale. In particolare, il Messico ha recentemente valutato la possibilità di potenziare i mercati nazionali dei capitali introducendo schemi di finanziamento ipotecario sul tipo di quelli danesi.

Danimarca e Stati Uniti: alcune statistiche sul mercato ipotecario dati 2003 ¹		
	Danimarca	Stati Uniti
Volume totale di obbligazioni ipotecarie in circolazione ²	232	5 129
Turnover giornaliero di obbligazioni ipotecarie ²	2	2 194
Volume totale di prestiti ipotecari in percentuale del PIL	101	81
Rapporto debito/reddito disponibile delle famiglie	192	112
Numero di emittenti di prestiti ipotecari residenziali	4	7 771
Quota di abitazioni occupate dai proprietari	59	68

¹ Per gli USA, terzo trimestre. ² In miliardi di dollari USA (al cambio DKK 6 = USD 1).

Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System; Danmarks Nationalbank; European Mortgage Federation; Federal Financial Institutions Examination Council; Realkreditrådet. Tabella 1

in Danimarca il rapporto fra prestiti ipotecari in essere e PIL superi il 100%, contro l'81% degli Stati Uniti, e ciò nonostante la minore percentuale di abitazioni occupate dai proprietari. Un'ulteriore evidenza dell'efficacia del sistema danese proviene dai rendimenti sulle obbligazioni ipotecarie emesse dalle istituzioni creditizie.

Le obbligazioni ipotecarie danesi e statunitensi hanno spread analoghi

Negli ultimi anni le obbligazioni ipotecarie riscattabili di Danimarca e Stati Uniti hanno fruttato in media rendimenti superiori rispettivamente di circa 150 e 140 punti base a quelli sui titoli di Stato⁵. Tale differenziale rispecchia in parte il premio richiesto dagli investitori a fronte del diritto di rimborso alla pari (opzione call) concesso ai debitori, i quali, pertanto, pagano per avere l'opzione di riscatto anticipato. L'esercizio dell'opzione è collegato ai tassi di interesse. Come illustra il riquadro alla pagina seguente, tale nesso modifica il profilo di rischio di un'obbligazione "callable" rispetto a un titolo standard, in quanto introduce un elemento di incertezza circa la rapidità con cui gli investitori riceveranno i corrispondenti flussi di cassa.

Lo spread rettificato per l'opzione ("option-adjusted spread", OAS) tra un'obbligazione riscattabile e un titolo pubblico è dato dalla differenza fra lo spread di rendimento puro tra i due titoli e il valore stimato della parte di spread riconducibile all'opzione di rimborso anticipato. Esso può servire a raffrontare il rendimento aggiuntivo per un investitore "buy and hold" rispetto a un titolo di Stato di pari scadenza al netto del costo di assicurazione contro l'opzione incorporata⁶.

Il grafico 1 mostra come gli OAS delle obbligazioni dei due paesi si equivalgano, a indicazione dell'efficacia delle iniziative assunte dalla

⁵ Differenziale rispetto ai rendimenti pubblici decennali da agosto 2000 a settembre 2003. Basato sui titoli RD 6% con scadenza nel 2032 e FNMA trentennale a cedola corrente.

⁶ L'OAS è la risultante di un calcolo che incorpora un grado di incertezza, corrispondente all'incertezza collegata con la previsione dei rimborsi anticipati. Negli ultimi anni gli OAS stimati dagli operatori nei mercati sia statunitense sia danese si sono mossi all'interno di un intervallo di 10-20 punti base intorno alle stime medie.

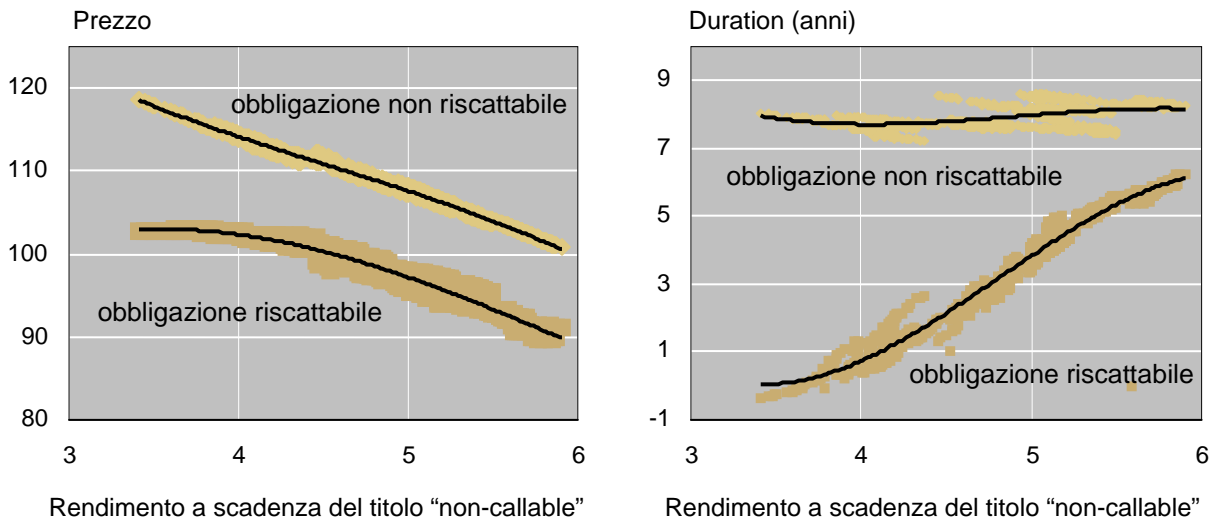
Danimarca in favore della cartolarizzazione⁷. La modesta differenza fra i premi è degna di interesse: ci si potrebbe infatti attendere uno spread relativamente inferiore negli Stati Uniti, vista la presenza ampiamente documentata di un sussidio fornito agli operatori del mercato ipotecario USA dalla diffusa

Un raffronto fra obbligazioni “callable” e “non-callable”

Il prezzo di un’obbligazione a tasso fisso “callable” viene determinato come prezzo di un titolo a tasso fisso non riscattabile con un’opzione di rimborso anticipato incorporata. Tale opzione crea incertezza circa la rapidità con cui gli investitori riceveranno i flussi di cassa, il che influisce sulla duration dell’obbligazione “callable”, riducendone così il valore di mercato rispetto a un analogo titolo “non-callable”⁸. Di conseguenza, le obbligazioni ipotecarie riscattabili sono negoziate a prezzi superiori a quelli dei titoli di Stato, anche se sono ritenute identiche sotto ogni altro punto di vista. La valutazione della dinamica futura dei rimborsi anticipati svolge pertanto un ruolo importante nel pricing di tali strumenti. Il grafico illustra le differenze fra le due tipologie di titoli in termini di nesso fra tassi di interesse e durata media finanziaria. Per il titolo non riscattabile la duration – ossia l’inclinazione della curva prezzo/rendimento – è quasi costante, mentre per il “callable” il rapporto rendimento/prezzo si appiattisce al calare dei tassi, poiché i mutuatari optano per il rimborso anticipato. Ne consegue che la duration è correlata positivamente al livello dei tassi di interesse, una relazione nota come convessità negativa.

Prezzo e duration di obbligazioni “callable” e “non-callable”

valori empirici per il periodo agosto 1999– settembre 2003



Nota: l’obbligazione “non-callable” utilizzata è il titolo governativo danese 6% scad. 2011, mentre quella “callable” è il Realkredit Danmark 6% scad. 2032.

Fonte: Danmarks Nationalbank.

⁸ La durata media finanziaria (o duration) misura la reattività del prezzo dell’obbligazione alle oscillazioni dei tassi di interesse, mentre la convessità misura la direzione e la percentuale della variazione della duration al variare dei tassi.

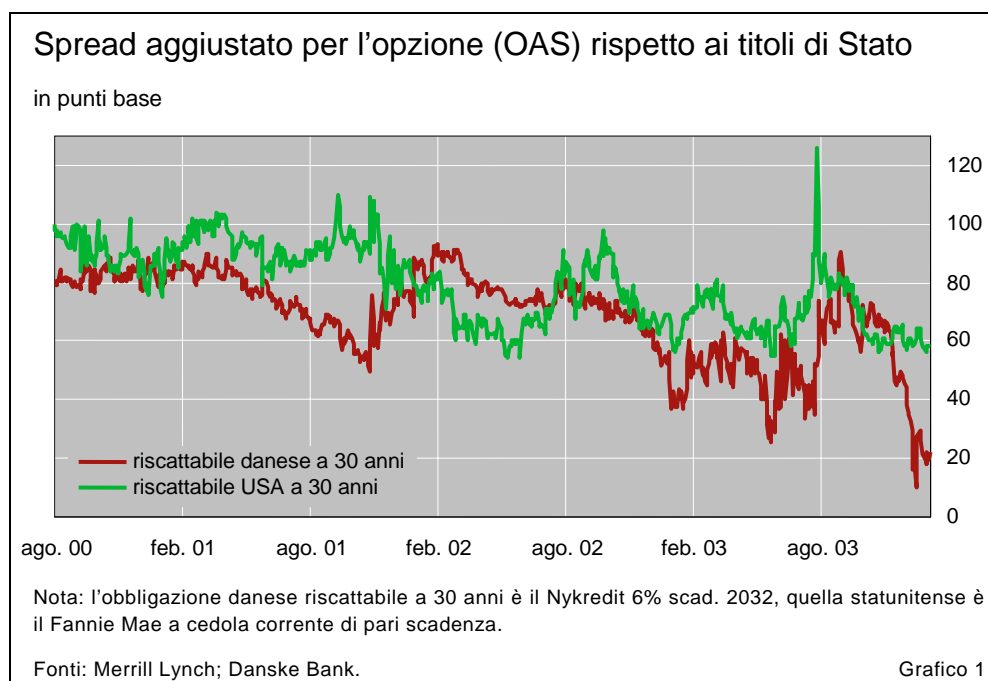
⁷ Una recente indagine sul finanziamento ipotecario in Europa ha riconosciuto al mercato danese il merito di offrire prodotti standard a basso costo. Essa ha inoltre messo in luce l’esistenza di una serie di metodi di finanziamento diversi. Cfr. Mercer Oliver Wyman (2003).

percezione presso gli investitori di una garanzia implicita del governo a favore delle agenzie federali per il finanziamento dell'edilizia residenziale⁸.

Due fattori possono tuttavia spiegare tale andamento. In primo luogo, gli investitori ritengono che l'intero mercato ipotecario danese benefici di un ampio impegno politico a favore della sua integrità⁹. In secondo luogo, è avvertita l'esigenza di compensare gli acquirenti di titoli ipotecari statunitensi per l'elevato rischio idiosincratco insito nei singoli pool di prestiti ipotecari USA.

Disciplina dei rischi di credito e di rimborso anticipato

La regolamentazione di Stati Uniti e Danimarca contribuisce in larga misura a mantenere su livelli molto bassi il rischio di credito in capo alle banche ipotecarie. Nel caso dei "mortgage bond" danesi i vincoli normativi, unitamente a una solida infrastruttura giuridica, riducono praticamente a zero il rischio di credito. Ciò trova riflesso nelle perdite estremamente contenute registrate dagli istituti di credito fondiario anche in situazioni di forte recessione¹⁰.



⁸ Cfr. Passmore (2003).

⁹ È quanto è emerso dalle interviste condotte durante il lavoro di ricerca per questo articolo.

¹⁰ Durante la fase di rallentamento economico dei primi anni novanta le perdite subite dalle istituzioni di credito ipotecario danesi non hanno superato lo 0,62% dei prestiti totali. Aggiungendo gli accantonamenti a fronte di perdite attese su crediti – un requisito introdotto in quel periodo – questa percentuale sale all'1,4% (cfr. Realkreditrådet, 1991). Nel prosieguo del decennio, tuttavia, tali perdite si sono rapidamente ridotte, e nel 2002 costituivano appena lo 0,01% del totale degli impieghi.

Il rischio di credito degli istituti danesi è limitato dal requisito di legge secondo cui tutti i prestiti devono essere garantiti da un'ipoteca immobiliare e da un rapporto credito-valore della garanzia ("loan-to-value", LTV) fissato a un massimo dell'80% per le abitazioni occupate dai proprietari e a livelli inferiori per le altre tipologie di proprietà. Le ipoteche in Danimarca godono di una solida posizione giuridica in virtù della loro annotazione in un registro centrale. Agli istituti di credito fondiario è riconosciuto il diritto di prelazione sui proventi della vendita dell'immobile in caso di inadempienza del mutuatario. Le procedure di esecuzione forzata si sono finora dimostrate eccezionalmente efficaci, garantendo tempestività a costi relativamente contenuti¹¹. I mutuatari danesi non sono incoraggiati a rendersi inadempienti per motivi strategici poiché restano obbligati per l'intero debito ipotecario anche laddove il calo dei prezzi delle abitazioni provoca un deficit del patrimonio immobiliare.

Standard di sottoscrizione e procedure di esecuzione forzata mantengono basso il rischio di credito

Una differenza normativa fondamentale fra Stati Uniti e Danimarca consiste nel fatto che in quest'ultimo paese il rischio di rimborso anticipato non può restare in capo all'istituto di credito ipotecario e, assieme a tutti gli altri rischi di mercato, viene trasferito sugli acquirenti delle obbligazioni ipotecarie, come fondi pensione e banche commerciali. Secondo le evidenze empiriche disponibili, tali investitori accettano fluttuazioni più ampie nella duration dei loro portafogli obbligazionari rispetto alle agenzie USA di credito ipotecario¹².

Il fatto che gli istituti di credito fondiario danesi non trattengano il rischio di rimborso anticipato è dovuto a una disposizione regolamentare – il "principio dell'equilibrio" – secondo cui tutte le obbligazioni ipotecarie riscattabili devono configurarsi come titoli "pass-through". In altri termini, gli istituti di credito finanziano i propri impieghi emettendo obbligazioni ipotecarie i cui flussi finanziari controbilanciano esattamente quelli dei mutui sottostanti¹³. Ciò significa che le innovazioni riguardanti questi prestiti sono destinate a riflettersi dal lato della raccolta, vale a dire sui mercati obbligazionari¹⁴. Ad esempio, la recente introduzione di prestiti "callable" che offrono al debitore la possibilità di posticipare i versamenti rateali ha portato alla nascita di obbligazioni riscattabili a tasso fisso con rendita differita¹⁵.

Il rischio di rimborso anticipato è traslato sugli obbligazionisti

¹¹ Cfr. Mercer Oliver Wyman (2003).

¹² In una conferenza stampa tenuta lo scorso anno, il responsabile finanziario di Fannie Mae ha sottolineato l'intenzione di mantenere "pressoché costantemente" il duration gap dell'istituto entro un intervallo di più o meno sei mesi (cfr. Fannie Mae, 2003).

¹³ Tutte le istituzioni finanziarie danesi, comprese le banche commerciali e quelle di credito ipotecario, rientrano nella competenza della "Finanstilsynet", l'organo di regolamentazione integrato per i servizi finanziari. Secondo l'ordinamento danese, le banche di credito ipotecario sono entità specializzate sottoposte a una disciplina particolare. Benché anche altri istituti, e in particolare le banche, possano offrire prestiti garantiti da ipoteche, solo le banche di credito ipotecario hanno la facoltà di finanziare i mutui erogati emettendo obbligazioni ipotecarie (le cosiddette "Realkreditobligationer").

¹⁴ A ogni nuovo mutuo è associata un'emissione obbligazionaria di pari taglio e caratteristiche.

¹⁵ Per una descrizione di questi titoli, cfr. Nykredit (2003).

Standardizzazione e liquidità

Obbligazioni
altamente
standardizzate ...

Le banche di credito ipotecario danesi offrono obbligazioni altamente standardizzate, e pertanto liquide, concepite in modo da risultare teoricamente omogenee tra i vari emittenti in termini di esposizione ai rischi di credito e di mercato¹⁶. A differenza di quelli danesi, assai estesi, i pool di titoli statunitensi sono più ristretti e presentano ampie divergenze in termini di qualità e dimensione dei prestiti sottostanti; di frequente vengono poi creati nuovi pool. Tutto ciò riflette l'elevato numero di emittenti.

... emesse da
istituti di credito
ipotecario ...

In Danimarca operano al momento sette istituti di credito ipotecario: tre sono specializzati nei finanziamenti a entità commerciali, mentre gli altri quattro erogano la quasi totalità dei mutui alle famiglie¹⁷. Di questi ultimi, tre operano in stretta collaborazione con banche commerciali nell'ambito di uno stesso gruppo finanziario o in base a espliciti accordi contrattuali. A differenza di quanto avviene negli USA, in Danimarca gli istituti di credito ipotecario curano tutti gli aspetti del finanziamento immobiliare (accensione del mutuo, cartolarizzazione e gestione dei relativi flussi di cassa), secondo il processo descritto nel riquadro a pag. 105.

Storicamente negli Stati Uniti i mutui venivano concessi, e in seguito detenuti, da un novero estremamente elevato di istituti di deposito specializzati ("thrift"). Con l'andar del tempo il settore ipotecario è andato concentrandosi in termini di volumi di credito, cartolarizzazione e "servicing". I mutui sono ancora accesi presso un numero elevato di istituzioni specializzate, ma queste sono oggi collegate con poche società operanti nel collocamento di titoli ipotecari¹⁸.

... sulla base di
prestiti altamente
standardizzati

Come negli Stati Uniti, anche in Danimarca le classiche obbligazioni ipotecarie "callable" sono garantite da pool di prestiti a rate costanti con opzione di rimborso anticipato, dove tutti i prestiti a garanzia di una determinata obbligazione hanno la stessa cedola e il medesimo tasso di ammortamento¹⁹. I mutui ipotecari danesi sono tuttavia altamente standardizzati; condizioni di tasso, spese e commissioni applicate alle famiglie sono notevolmente uniformi. A ciò si aggiunge una standardizzazione quasi

¹⁶ Tutte queste obbligazioni hanno un rating compreso fra Aa2/AA e Aaa/AAA. La loro liquidità è inoltre sostenuta da un sistema di market-making cui partecipano 10 banche commerciali, che negoziano a un prezzo unico tutte le obbligazioni ipotecarie da collocare. Nella determinazione del prezzo si tiene conto della presenza di un'opzione "cheapest-to-deliver".

¹⁷ I quattro principali istituti di credito fondiario sono: Realkredit Danmark (Danske Bank), Nordea, Nykredit (compresa Totalkredit) e BRF, che nel 2002 concorrevano rispettivamente al 32, all'11, al 42 e al 9% dei nuovi mutui ipotecari concessi su base lorda (cfr. Realkreditrådet, 2003). Uno di questi istituti detiene una banca commerciale, mentre due sono di proprietà di altrettante banche commerciali. Queste tre banche operano tutte come market-maker, mentre i sette market-maker restanti sono anch'essi banche commerciali, ma non direttamente collegate a un istituto ipotecario.

¹⁸ Una misura del consolidamento del mercato statunitense dei mutui è dato dalle quote di mercato delle società di "servicing". LaCour-Little (2000) rileva che nel 1989 ai primi 15 operatori di questo comparto faceva complessivamente capo il 16,3% dell'attività, mentre nel 2000 i primi 10 detenevano una quota del 46%. Secondo National Mortgage News (2003), tra il 1999 e il 2002 la quota riferita ai primi cinque "originator" è salita dal 26,2 al 42,8%.

¹⁹ I prestiti a reddito fisso rappresentano oltre il 98% del mercato delle obbligazioni ipotecarie riscattabili (cfr. Realkredit Danmark, 2003).

integrale dei prestiti stessi, che si estende fino a eliminare le differenze di rischio di credito tra mutuatari. Ciò è reso possibile dal quadro regolamentare – e in particolare dall’applicazione di un diverso ratio LTV per le famiglie e per le società –, da un elemento di razionamento quantitativo, nonché (in misura limitata) dall’applicazione di oneri differenziati ai mutuatari commerciali²⁰. Pertanto, anche se tutti i prenditori hanno la possibilità di finanziarsi sul mercato, l’uniformità di prezzo e la standardizzazione dei contratti danesi sono tali per cui il mercato trova il suo punto di equilibrio tramite il razionamento del credito, piuttosto che attraverso prezzi calibrati al rischio.

Gli istituti di credito ipotecario hanno altresì stipulato una serie di accordi che disciplinano il funzionamento del mercato primario e secondario, comprese la raccolta e la condivisione delle informazioni. Oltre a sostenere la liquidità del mercato secondario, tali accordi forniscono tra l’altro l’infrastruttura atta a garantire al mercato obbligazionario alti livelli di liquidità e di uniformità²¹.

Negli ultimi anni la maggiore richiesta di strumenti di gestione del rischio da parte delle famiglie e la crescente concorrenza esercitata dalle banche commerciali hanno indotto gli istituti di credito ipotecario danesi a introdurre nuove tipologie di contratti²², cui ha contribuito anche la deregolamentazione del settore. La più ampia gamma di prestiti ha ridotto l’incidenza del credito ipotecario finanziato da obbligazioni standard a lungo termine e a tasso fisso.

Contratti ipotecari, rimborsi anticipati e coperture

Nel fissare il prezzo delle obbligazioni “callable”, sia in Danimarca che negli Stati Uniti gli operatori nel mercato dei titoli ipotecari sono posti davanti al problema di quantificare accuratamente le informazioni empiriche relative all’esercizio “non ottimale” delle opzioni di rimborso anticipato da parte dei detentori²³.

Come illustra il grafico 2, il forte calo dei tassi di interesse a partire dai primi anni novanta ha reso rilevante per gli investitori in titoli ipotecari riscattabili danesi e statunitensi il rischio di mercato (sotto forma di rischio di rimborso anticipato).

²⁰ Per una trattazione delle modalità con cui viene mantenuto basso il rischio di credito sulle obbligazioni ipotecarie danesi, cfr. Ladekarl (1998).

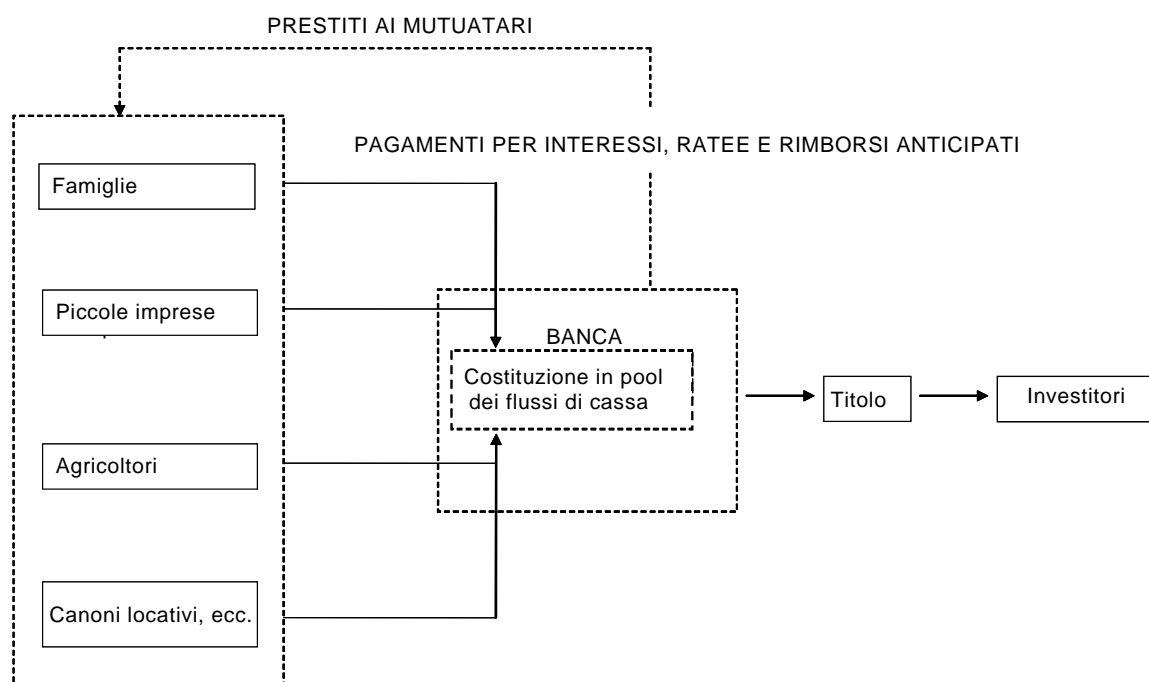
²¹ Le banche di credito ipotecario lanciano nuove serie di obbligazioni identiche ma con cedola diversa, ad esempio del 5, 6 e 7% contemporaneamente, con collocamento diluito fino a tre anni. Il volume e la liquidità di una particolare serie dipendono pertanto dall’andamento dei tassi di interesse a lunga nel triennio in questione. Gli accordi in tema di uniformità di pricing si sono concentrati sui titoli di nuova emissione, quotati sotto la pari. Per quelli quotati sopra la pari sussistono differenze di prezzo che riflettono la diversa scansione temporale dei rimborsi anticipati.

²² Per una trattazione dei nessi fra la politica monetaria e le scelte di indebitamento ipotecario delle famiglie in Danimarca, cfr. Christensen e Kjeldsen (2002). Una disamina di tali scelte, nonché della connessa gestione del rischio è contenuta in Campbell e Cocco (2003).

²³ L’esercizio “non ottimale” si riferisce alla constatazione secondo cui in molti casi i detentori di opzioni di rimborso anticipato “in-the-money” non esercitano l’opzione, ovvero non rifinanziano automaticamente il mutuo.

Creazione, strutturazione, emissione e “servicing” dei titoli ipotecari danesi

Le operazioni di creazione, strutturazione, emissione e “servicing” dei titoli ipotecari danesi si svolgono in un sistema pienamente integrato, secondo il processo illustrato di seguito. Innanzitutto, la banca di credito ipotecario eroga al mutuatario un prestito garantito da ipoteca sull’abitazione, prestito che finanzia poi attraverso un’emissione obbligazionaria. In seguito, essa agisce in qualità di gestore dei relativi flussi di cassa (“servicer”), assumendosi la responsabilità di raccogliere i versamenti dei mutuatari e di redistribuirli agli obbligazionisti. L’emissione costituisce per la banca una passività di bilancio, garantita dai fondi propri.

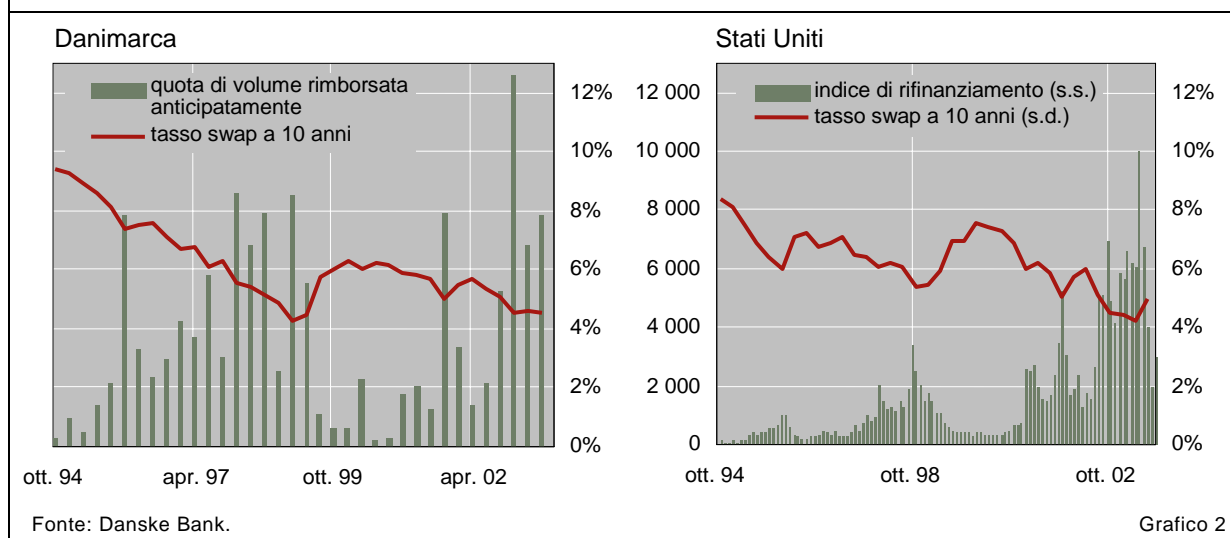


L’istituto di credito ipotecario colloca le obbligazioni “a rubinetto”, in singole “serie” garantite da uno specifico pool di prestiti. A garanzia di tutte le emissioni vengono utilizzati crediti verso tutte le tipologie di mutuatari. L’emissione di un’obbligazione “callable” standard trentennale resta aperta per un periodo massimo di tre anni. Man mano che vengono concessi nuovi prestiti e collocati quantitativi corrispondenti del titolo aumenta l’entità di ciascuna serie. Da questo processo derivano emissioni obbligazionarie negoziabili di dimensioni ragguardevoli. Il volume totale in essere dei titoli trentennali attualmente emessi dalle quattro banche nell’ambito dell’attività di market-making (cfr. oltre) supera i DKK 215 miliardi (circa USD 35 miliardi), di cui circa 50 (quasi USD 10 miliardi) relativi a singole obbligazioni^①.

I singoli istituti di credito ipotecario si considerano congiuntamente responsabili per la creazione e il mantenimento di un efficiente mercato secondario delle obbligazioni ipotecarie danesi. A questo scopo hanno concluso una serie di accordi relativi all’attività di market-making e alla pubblicazione di informazioni comuni sia sulle caratteristiche dei mutui sottostanti le singole obbligazioni sia sul profilo temporale dei rimborsi anticipati riferiti a ciascuna emissione. Per ogni serie obbligazionaria i dati sul pool di ipoteche sono scomposti in 20 categorie sulla base della tipologia del prestito e del prenditore, nonché delle dimensioni nominali del prestito stesso^②. Si ritiene che solo queste ultime abbiano valenza informativa per prevedere la dinamica dei rimborsi anticipati.

^① Sulla base di un cambio di 6 corone danesi per dollaro. ^② Cfr. Realkreditrådet (2003), pag. 20.

Rimborsi anticipati di obbligazioni ipotecarie danesi e statunitensi



Riscatti

Oltre ad avere la possibilità di rimborsare anticipatamente il prestito senza corrispondere alcuna penale, in Danimarca un mutuatario può riscattare il mutuo acquistando le corrispondenti obbligazioni sul mercato secondario e consegnandole alla banca creditrice, un'opportunità, questa, non contemplata negli Stati Uniti.

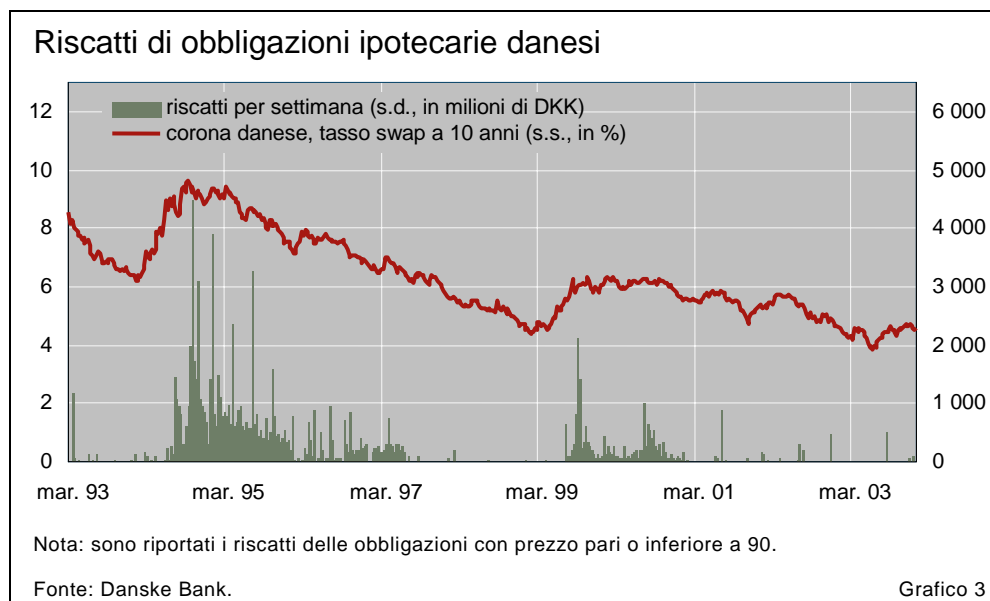
Un'ulteriore differenza rispetto alla realtà statunitense consiste nel fatto che i contratti di mutuo danesi non prevedono l'obbligo per il mutuatario di estinguere il debito residuo in caso di cessione dell'immobile. Per effetto di tale clausola, negli Stati Uniti gli eventi demografici che comportano la vendita dell'immobile ipotecato (ad esempio, un trasloco per motivi di lavoro) determinano il rimborso anticipato del mutuo.

Ciò non si verifica in Danimarca, dove il prenditore può scegliere se riscattare il prestito o trasferirlo al nuovo proprietario²⁴ e quindi, contrariamente a quanto avviene negli Stati Uniti, non sarà mai costretto a rimborsare in anticipo il debito quando il tasso ipotecario corrente supera quello contrattuale. Di conseguenza, gli investitori non beneficiano dell'estinzione anticipata di mutui collegati a obbligazioni scambiate sotto la pari. Oltreché in occasione della vendita dell'immobile ipotecato, un mutuatario può decidere di estinguere il debito esistente per rifinanziarlo a cedola più elevata, riducendo così l'entità del prestito in caso di aumento dei tassi di interesse.

Negli ultimi anni le opportunità di riscatto sono state rare a causa dell'andamento per lo più discendente dei tassi di interesse. Nondimeno, come si evince dal grafico 3, i mutuatari hanno mostrato una chiara consapevolezza dell'esistenza di tale opportunità, di cui si avvalsi allorché i tassi sono aumentati.

I mutui danesi prevedono un'opzione di riscatto ...

²⁴ Per un approfondimento delle potenziali implicazioni della possibilità di riscatto nel sistema danese, cfr. Svenstrup (2002), nonché Svenstrup e Nielsen (2003).



... che minimizza il ruolo dei fattori demografici per la dinamica dei rimborsi anticipati

Grazie all'opzione di riscatto, in Danimarca non è necessario tener conto dei fattori demografici nel prevedere le tendenze future dei rimborsi anticipati²⁵ ed è inoltre lecito attendersi una distribuzione più omogenea di questi ultimi nel corso del tempo. Di conseguenza, chi investe in singoli titoli ipotecari danesi non è esposto ad alcuni degli elementi di rischio presenti negli omologhi strumenti USA²⁶.

Previsione della dinamica dei rimborsi anticipati

Versioni danesi dei modelli standard

Per affrontare la problematica dei rimborsi anticipati all'interno della gestione del rischio, negli ultimi 10-15 anni gli investitori in obbligazioni ipotecarie danesi hanno messo a punto – analogamente ai loro colleghi statunitensi – modelli finanziario-statistici intesi a prevedere il profilo di tali rimborsi e accrescere così l'accuratezza del pricing delle obbligazioni. Questi modelli forniscono misure (basate su informazioni condivise) come quelle, aggiustate per l'opzione, della duration e degli spread rispetto ai tassi su titoli di Stato e a quelli swap. Di norma, le previsioni sono elaborate stimando una funzione di rimborso anticipato per i debitori che pone il relativo tasso condizionale in rapporto a una serie di variabili esplicative, quali il vantaggio economico per il mutuatario, l'entità del prestito, il differenziale fra tassi a lunga e a breve e il profilo storico dei rimborsi anticipati.

²⁵ A differenza di quanto comunemente avviene negli Stati Uniti, in Danimarca i modelli dei rimborsi anticipati dei mutui non incorporano informazioni demografiche dettagliate. Per una descrizione dei dati utilizzati e dell'importanza dei fattori non economici nel caso degli Stati Uniti, cfr. Hayre et al (2000) e Hayre (2001).

²⁶ Ad esempio, i mutui concessi a prenditori non di prim'ordine presentano tempi più serrati di rimborso anticipato in quanto: 1) un miglioramento della situazione finanziaria del mutuatario gli consentirà di rifinanziarsi a uno spread creditizio inferiore; 2) un eventuale peggioramento (ad esempio, perdita del posto di lavoro) renderà impossibile il pagamento delle rate, innescando il rimborso anticipato da parte dell'istituto che fornisce la copertura assicurativa dei prestiti.

La tabella 2 riporta i tassi medi ponderati di rimborso anticipato suddivisi per dimensione del prestito e cedola obbligazionaria nel periodo 1997–2002. I dati in base ai quali è stata compilata la tabella evidenziano come il profilo dei rimborsi non vari in misura significativa da un settore all'altro una volta tenuto conto dei suddetti due parametri. Pertanto, visto l'elevato grado di standardizzazione del mercato danese, l'elemento chiave dei modelli di rimborso anticipato per una determinata cedola è costituito dal rapporto fra tassi di rimborso e dimensione del prestito. Dai dati si evince che, a parità di cedola, chi ha acceso mutui di grande entità esercita più spesso l'opzione di rimborso anticipato. Di conseguenza, per effetto dell'uniformizzazione dei contratti e del pricing, in Danimarca i mutuatari meno indebitati tendono a sovvenzionare quelli più esposti (imprese o famiglie ad alto reddito)²⁷.

L'entità del prestito influisce sul profilo dei rimborsi anticipati

Nei periodi in cui i tassi di rimborso anticipato sono stati diversi tra le singole obbligazioni sono altresì emerse differenze di prezzo. Le banche ipotecarie hanno tuttavia un forte incentivo ad adeguare autonomamente il proprio comportamento per continuare a operare nel sistema di market-making a prezzi unificati. Se si prevede che il rimborso di un'obbligazione avrà luogo (molto) più rapidamente rispetto ad altre, il prezzo del titolo tenderà a calare. Di conseguenza, i prenditori potrebbero evitare le nuove serie obbligazionarie dello stesso emittente, se non addirittura riscattare i titoli, finanziandosi con un credito a un tasso inferiore presso un altro emittente. Dal punto di vista dell'emittente, ciò riduce l'entità e la liquidità delle obbligazioni, e lo indurrà ad allineare la dinamica aggregata dei rimborsi anticipati di sua competenza con quella degli altri emittenti. Pertanto, la concentrazione del settore incentiva

Tassi di rimborso anticipato per dimensione del prestito e cedola obbligazionaria					
percentuale di mutui ipotecari rimborsati anticipatamente, 1997–2002					
	Dimensione del prestito, in migliaia di DKK				
	0–200	200–500	500–1 000	1 000–3 000	>3 000
cedola 6%	3,24	2,55	3,35	4,33	8,13
cedola 7%	5,14	4,82	8,20	13,61	23,20
cedola 8%	5,83	7,91	15,37	22,47	30,55
cedola 9%	8,07	11,21	18,07	25,53	37,92
cedola 10%	11,17	18,55	28,14	36,11	45,40

Nota: ponderati per l'ammontare di obbligazioni in essere.

Fonte: Nykredit.

Tabella 2

²⁷ Secondo l'analisi di Duffie e DeMarzo (1999), la maggiore liquidità delle obbligazioni potrebbe di fatto garantire l'efficienza dell'attuale struttura caratterizzata da pool di grandissime dimensioni, nonostante i diversi profili di rimborso anticipato dei vari prenditori. Nondimeno, se aumentano le differenze in termini di propensione al rimborso anticipato, potrebbe risultare più opportuno prevedere emissioni separate di titoli per grandi e piccoli mutuatari. Un'analoga argomentazione si applica al rischio di credito ma, come già ricordato, si considera che nel sistema danese le differenze tra mutuatari a questo riguardo siano trascurabili.

Contratti diversi richiedono informazioni diverse in sede previsionale

comportamenti strategici a sostegno del sistema unificato di pricing²⁸. L'efficacia di tali incentivi è importante per gli investitori, in quanto accresce la fungibilità delle obbligazioni di emittenti diversi.

Le differenze fra contratti ipotecari statunitensi e danesi in termini di rischio di rimborso anticipato si riflettono nella ricchezza delle informazioni a disposizione degli investitori su mutui e mutuatari. Nel sistema danese tale quantità è limitata, probabilmente a causa della minore rischiosità relativa delle obbligazioni, che offre scarsi incentivi – semmai ne offre – alla produzione separata di informazioni da parte dei singoli emittenti²⁹. Negli Stati Uniti, al contrario, il grado di dettaglio delle informazioni disponibili, già di per sé più elevato, va persino aumentando. Nuovi dati messi di recente a disposizione degli investitori hanno comportato modifiche nei modelli di rimborso anticipato e, di conseguenza, correzioni sostanziali nel pricing di determinati titoli³⁰. Pertanto, la maggiore complessità del processo di previsione nel sistema statunitense sembra trovare (in media) una forma di compensazione nella maggiore disponibilità di informazioni utili a fini previsionali.

Copertura

Chi gestisce il rischio di tasso di interesse sui propri investimenti agisce in considerazione del fatto che una variazione dei tassi può modificare sensibilmente la durata media finanziaria delle obbligazioni riscattabili. Per mantenere tale rischio su un determinato livello quando i tassi scendono, gli investitori devono coprirsi acquistando duration, tipicamente attraverso titoli di Stato o di altro tipo con durata media finanziaria superiore. Un'altra possibilità consiste nel coprirsi dai rischi di tasso e di rimborso anticipato tramite i derivati, creando un pacchetto di "asset swap"³¹.

Un'importante differenza fra il mercato statunitense e quello danese consiste nel fatto che, in Danimarca, chi investe in obbligazioni ipotecarie può coprirsi dai rischi di tasso e di rimborso anticipato sui mercati degli swap e dei titoli di Stato sia danesi che dell'area dell'euro. Poiché l'impegno della politica monetaria è quello di avere un rapporto di cambio stabile fra corona danese e moneta unica, gli operatori possono utilizzare i più liquidi mercati dell'euro per

I mercati dell'area dell'euro offrono ulteriori opportunità di copertura

²⁸ Anche l'introduzione dei rating ha influito sul comportamento strategico degli emittenti, spronandoli a uniformare ulteriormente i loro modelli operativi.

²⁹ Di recente Realkredit Danmark ha fornito ai mutuatari la possibilità di posticipare il pagamento delle rate di un prestito trentennale in modo più flessibile rispetto ai prodotti concorrenti di altre banche di credito ipotecario. Di riflesso a ciò, l'istituto ha successivamente annunciato l'intenzione di pubblicare informazioni più dettagliate sulle modalità con cui verrà esercitata tale facoltà.

³⁰ Per una descrizione di tali modifiche e delle loro implicazioni, cfr. Hayre et al. (2004).

³¹ Il pacchetto si compone di tre elementi: un'obbligazione ipotecaria, uno swap di tasso di interesse e una swaption cancellabile di tipo "Bermuda". Con lo swap di tasso di interesse è possibile scambiare i flussi finanziari a tasso fisso dell'obbligazione con altri a tasso variabile. La swaption offre all'investitore la facoltà di effettuare lo scambio (in tutto o in parte) al verificarsi del rimborso anticipato del titolo sottostante; essa può essere cancellata per evitare un disallineamento fra la posizione swap e quella sull'obbligazione in caso di rimborso anticipato. Per una spiegazione più dettagliata cfr. Nordea (2002).

coprirsi dal rischio di rimborso anticipato in corone danesi senza doversi al contempo premunire contro il rischio di cambio. In mancanza di tale impegno, il prezzo dei mutui danesi incorporerebbe con tutta probabilità differenziali di swap a termine molto più elevati³².

Conclusioni

La Danimarca è una piccola economia aperta con un mercato ipotecario in cui esistono prestiti e obbligazioni riscattabili a tasso fisso e a lungo termine simili a quelli in uso negli Stati Uniti. In particolare, un'importante caratteristica comune ai contratti ipotecari dei due paesi è rappresentata dalla possibilità di effettuare rimborsi anticipati senza incorrere nel pagamento di penali. La principale conseguenza di questa opzione è quella di esporre gli investitori al rischio di rimborso anticipato e, di conseguenza, a quello di reinvestimento.

Tuttavia, nel caso danese la struttura istituzionale, l'approccio regolamentare e la politica monetaria hanno concorso a creare un mercato che, rispetto a quello statunitense, in periodi di intensa attività di rifinanziamento mostra condizioni distese o, al peggio, tensioni trascurabili. Le differenze istituzionali tra i due mercati sembrano pertanto avere importanti implicazioni per mutuatari, investitori e policymaker. Il presente saggio ha messo in luce una serie di fattori che possono spiegare le diverse performance dei mercati.

Un primo elemento deriva dalla rigida normativa danese, che richiede una stretta corrispondenza tra flussi finanziari debitori e creditori. Ne consegue che il rischio di rimborso anticipato ricade sugli investitori, i quali accettano oscillazioni più ampie nella duration dei propri portafogli obbligazionari di quanto non facciano le agenzie USA di credito ipotecario. In secondo luogo, grazie alla politica di cambio fisso tra corona ed euro, gli investitori danesi hanno ampie possibilità di coprirsi dal rischio di variazioni indesiderate dei tassi di interesse rivolgendosi ai mercati denominati in euro. La disponibilità di questa opzione "esogena" accresce la liquidità del mercato delle obbligazioni ipotecarie danesi³³.

Infine, il caso della Danimarca illustra chiaramente quale sia la struttura istituzionale di cui una piccola economia aperta deve dotarsi per istituire un efficiente mercato obbligazionario in moneta locale. A nostro parere, potrebbe esservi la tentazione di sottovalutare i necessari investimenti istituzionali.

Un'intensa attività di rifinanziamento non crea tensioni ...

... anche perché gli investitori accettano variazioni più ampie nella duration

³² Trattando degli ostacoli alla creazione di un mercato dei titoli ipotecari riscattabili a tasso fisso nel Regno Unito, Miles (2003) ha raffrontato la misura degli spread fra swap di tasso di interesse a 10 anni e rendimenti dei titoli di Stato decennali per i contratti denominati in sterline britanniche, euro e dollari USA. Ne è emerso che gli spread erano maggiori nel caso degli strumenti in sterline e crescevano notevolmente all'approssimarsi della data di scadenza.

³³ Per un approfondimento sull'importanza della volatilità nel pricing di strumenti sensibili ai tassi di interesse, cfr. Rebonato (2002).

Riferimenti bibliografici

Campbell, J.Y. e J.F. Cocco (2003): "Household risk management and optimal mortgage choice", *Quarterly Journal of Economics*, novembre, pagg. 1449–1494.

Christensen, A.M. e K. Kjeldsen (2002): "Adjustable rate mortgages", *Monetary Review*, secondo trimestre 2002, Danmarks Nationalbank.

Duffie, D. e P. DeMarzo (1999): "A liquidity based model of security design", *Econometrica*, pagg. 65–99.

Fannie Mae (2003): dichiarazioni del vicepresidente e responsabile finanziario, Tim Howard, in occasione della teleconferenza sull'annuncio degli utili relativi al secondo trimestre.

Fondo monetario internazionale (2003): *Global financial stability report*, settembre.

Hayre, L.S., S. Chaudhary e R.A. Young (2000): "Anatomy of prepayments", *Journal of Fixed Income*, vol. 10, pagg. 19–49.

Hayre, L.S. (2001): *Salomon Smith Barney guide to mortgage-backed and asset-backed securities*, John Wiley & Sons.

Hayre, L.S., R. Young, M. Teytel e K. Cheng (2004): *A new Citigroup prepayment model*, Citigroup, Mortgage Focus, US Fixed Income Strategy.

LaCour-Little, M. (2000): "The evolving role of technology in mortgage finance", *Journal of Housing Research*, vol. 11, pagg. 173–205, Fannie Mae Foundation.

Ladekarl, J. (1998): "Safeguarding investment in Danish mortgage bonds", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 6, n. 1.

Mercer Oliver Wyman (2003): *Study on the financial integration of European mortgage markets*, rapporto pubblicato dalla European Mortgage Federation.

Miles, D. (2003): "The UK mortgage market: taking a longer-term view. Interim Report. Information, incentives and pricing", rapporto elaborato su incarico del Tesoro britannico.

National Mortgage News (2003): "2003 and 2002: the years in review", www.nationalmortgagenews.com.

Nordea (2002): *The Danish mortgage market*.

Nykredit (2003): *Fixed-rate callable deferred annuity – new covered bonds*.

Packer, F. e P. Wooldridge (2003): "Quadro generale degli sviluppi: ondata di vendite sui mercati obbligazionari", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 1–14.

Passmore, W. (2003): *The GSE implicit subsidy and value of government ambiguity*, stesura preliminare, Board of Governors del Federal Reserve System.

Perli, R. e B. Sack (2003): "Does mortgage hedging amplify movements in long-term interest rates?", documento di discussione del Federal Reserve Board, di prossima pubblicazione in *Journal of Fixed Income*.

Realkredit Danmark (2003): *Danish mortgage bonds*.

Realkreditrådet³⁴ (1991): *Annual Report 1991*.

——— (2003): *Mortgage financing in Denmark*.

Rebonato, R. (2002): *Modern pricing of interest-rate derivatives – the Libor market model and beyond*, Princeton University Press.

Svenstrup, M. (2002): "Mortgage choice – the Danish case", *Working Paper N. D 02–22*, Department of Finance, Aarhus Business School.

Svenstrup, M. e S.V. Nielsen (2003): *Reforming housing finance – perspectives from Denmark*, documento di lavoro inedito, Aarhus Business School.

³⁴ Associazione degli istituti di credito ipotecario danesi.

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

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il CBVB pubblica un documento sulla "compliance" nelle banche

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha pubblicato in ottobre il documento a fini di consultazione *The compliance function in banks* sul controllo di conformità nelle banche. Tale funzione ha come scopo quello di assistere le istituzioni bancarie nella gestione del rischio di non conformità, ossia il rischio di sanzioni legali o regolamentari, ovvero di perdite finanziarie o di reputazione, cui una banca si espone in caso di mancato rispetto delle leggi, dei regolamenti e degli standard applicabili. Nel corso degli ultimi anni alla gestione del rischio di non conformità è stata conferita una maggiore formalizzazione, affermandosi quale disciplina a sé stante nell'ambito della gestione del rischio. Il documento fornisce direttrici di massima destinate alle banche e illustra il punto di vista delle autorità di vigilanza bancaria in merito alla funzione di "compliance" nelle organizzazioni bancarie.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il CSPR pubblica le statistiche relative ai sistemi di pagamento

In novembre il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ha pubblicato un nuovo documento contenente le statistiche sui pagamenti e i sistemi di pagamento nei tredici paesi membri. Questa più recente versione di *Statistics on payment and settlement systems in selected countries* (altresì noto come "Red Book") presenta i dati relativi al 2002 e ad alcuni anni precedenti in tabelle dettagliate per ogni singolo paese, nonché in diverse tavole comparative.

Forum per la stabilità finanziaria

Terzo convegno latino-americano dell'FSF

In novembre si è tenuto il terzo convegno regionale latino-americano del Forum per la stabilità finanziaria (FSF), ospitato in quest'occasione dalla banca centrale del Cile. Alla riunione hanno partecipato alti esponenti dei ministeri delle finanze, delle banche centrali e delle autorità di vigilanza e di regolamentazione di quattro paesi membri dell'FSF e di altri dieci paesi dell'America latina. Erano inoltre presenti alti funzionari delle istituzioni internazionali rappresentate in seno all'FSF.

Ultimi sviluppi riguardo al Nuovo Accordo di Basilea sul capitale

Il 14 e 15 gennaio i membri del CBVB si sono riuniti a Basilea per discutere dei commenti pervenuti in merito al Nuovo Accordo di Basilea sul capitale e per passare in rassegna i progressi realizzati dalla riunione di Madrid nell'ottobre 2003, in cui era stata fissata la tabella di marcia. Il CBVB ha ribadito il suo impegno a finalizzare il Nuovo Accordo entro la metà del 2004; si è inoltre deliberato su alcune questioni fondamentali.

Accolta con favore la proposta del CBVB concernente le perdite su crediti

Il CBVB ha ricevuto 52 lettere di commento da parte di istituzioni e associazioni di settore in merito alla sua proposta dell'ottobre 2003 per la revisione del trattamento delle perdite attese e inattese. I partecipanti alla consultazione hanno accolto con ampio favore la soluzione avanzata dal Comitato, convenendo che essa consentirebbe un maggiore allineamento del patrimonio di vigilanza con gli aspetti concettuali alla base dei processi di modellizzazione del capitale economico utilizzati dalle grandi banche. Secondo il CBVB, i commenti ricevuti permetteranno di rafforzare la qualità del Nuovo Accordo. Il Comitato concorda inoltre con le osservazioni del settore, secondo cui il massimale applicato al riconoscimento degli accantonamenti eccedenti non dovrebbe basarsi sulle componenti del patrimonio supplementare. Esso ha pertanto deciso di convertire il massimale in una percentuale (da determinarsi) delle attività ponderate per il rischio. Una nota tecnica che illustra le modifiche concrete necessarie per implementare questa decisione è stata pubblicata il 30 gennaio (cfr. *Modifications to the capital treatment for expected and unexpected credit losses*).

Compiuti progressi significativi nel trattamento delle esposizioni derivanti da cartolarizzazioni

In risposta ai commenti ricevuti relativamente al terzo documento a fini di consultazione (CP3) sul Nuovo Accordo, il Comitato ha deciso di semplificare il trattamento delle esposizioni collegate a cartolarizzazioni per allinearle maggiormente alle prassi del settore. In base al nuovo trattamento sarà permesso alle banche di derivare le ponderazioni di rischio relative alle esposizioni a fronte di strutture di commercial paper assistite da attività ("asset-backed commercial paper", ABCP) prive di rating (principalmente linee di liquidità), stabilendo una corrispondenza tra le proprie valutazioni interne del rischio e i rating esterni ("mapping"); sarà disponibile una formula regolamentare ("supervisory formula") meno complessa per determinare la dotazione di capitale relativa alle esposizioni derivanti da cartolarizzazioni prive di rating; sia le banche "originator" che quelle investitrici saranno ugualmente in grado di applicare l'approccio basato sui rating ("rating-based approach", RBA) per le esposizioni derivanti da cartolarizzazioni con rating. Infine, il Comitato ha rivisto la calibrazione delle ponderazioni di rischio per la cartolarizzazione nell'approccio RBA al fine di garantire un maggiore allineamento al livello di rischio insito in tali posizioni.

I punti principali in merito sono esposti nell'allegato A al comunicato stampa "Continued progress toward Basel II" del 15 gennaio, nonché in una nota tecnica più dettagliata pubblicata il 30 gennaio, in cui sono specificate le revisioni alle proposte formulate con riferimento alla cartolarizzazione (cfr. *Changes to the securitisation framework*).

Avanzamenti in merito alle tecniche di mitigazione del rischio di credito e questioni connesse

Rispondendo ai commenti del settore, il CBVB ha accettato di affinare le regole per il riconoscimento delle tecniche di mitigazione del rischio di credito. Esso ha parimenti convenuto che l'attuale trattamento della mitigazione del rischio deve continuare ad evolversi per rispecchiare le prassi del settore, segnatamente per quel che concerne gli effetti di doppia inadempienza ("double default"). Il Comitato ritiene necessario il riconoscimento di tali effetti, ma è essenziale considerarne tutte le implicazioni – in particolare quelle relative alla misurazione – prima di optare per una determinata soluzione. Il CBVB continuerà a dedicarsi alla problematica, con l'intento di elaborare una soluzione prudenzialmente solida il più presto possibile prima dell'attuazione del Nuovo Accordo.

In parallelo, il Comitato intende intraprendere una nuova analisi delle questioni attinenti al rischio di credito di controparte e al "trading book" in coordinamento con l'International Organization of Securities Commissions.

Chiarimenti in merito all'applicazione del secondo pilastro

In risposta a recenti scambi di vedute con alcune organizzazioni bancarie, il Comitato ha concordato di elucidare alcuni aspetti relativi all'attuazione del controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale (il secondo pilastro del Nuovo Accordo). I relativi chiarimenti sono integrati nell'allegato B al comunicato stampa "Continued progress toward Basel II" del 15 gennaio.

Cooperazione tra le autorità di vigilanza del paese di origine e del paese ospitante

Sulla base dei principi pubblicati nell'agosto 2003 (*Principi informativi per l'applicazione del Nuovo Accordo su base internazionale*), l'Accord Implementation Group (AIG) del Comitato sta valutando specifici casi concreti; tale esercizio si sta rivelando di grande aiuto alle autorità dei paesi membri per la comprensione degli aspetti pratici connessi con l'applicazione su base internazionale.

Il Comitato ha convenuto sui principi per l'applicazione internazionale dei metodi avanzati di misurazione (AMA) per i requisiti patrimoniali relativi al rischio operativo. Tali principi conciliano la necessità di un'adeguata capitalizzazione e di una solida gestione del rischio da parte delle entità con una significativa presenza internazionale appartenenti a gruppi bancari multinazionali con l'esigenza di un'applicazione pratica degli AMA all'interno di tali gruppi. I dettagli della proposta e i relativi principi sono stati pubblicati il 30 gennaio (cfr. *Principles for the home-host recognition of AMA operational risk capital*).

Prossime fasi

I gruppi di lavoro forniranno raccomandazioni riguardo alle questioni ancora aperte in occasione della prossima riunione del CBVB nel maggio 2004, durante la quale sarà inoltre affrontata la calibrazione dei requisiti patrimoniali. Ciò permetterà al Comitato di raggiungere il proprio obiettivo di metà 2004, nonché garantire che il testo fornirà una base solida per i processi di applicazione nazionali e consentirà il proseguimento dei preparativi del settore. Conformemente alle decisioni annunciate nell'ottobre 2003, il CBVB valuterà nuovamente la calibrazione del Nuovo Accordo prima della sua applicazione.

Il Comitato ha ribadito il proprio obiettivo di mantenere in ampia misura lo stesso livello aggregato di capitale regolamentare nel sistema bancario. Esso reputa che i metodi semplificati produrranno requisiti patrimoniali complessivi generalmente equivalenti a quelli derivanti dalle regole esistenti, fornendo al contempo incentivi per l'adozione di metodi più avanzati. Inoltre, il Comitato continuerà ad adoperarsi per garantire che l'Accordo mantenga il passo con le prassi ottimali per la misurazione e la gestione del rischio.

I partecipanti hanno discusso dei punti di forza e di debolezza dei sistemi finanziari internazionali e regionali, concordando sulla valutazione secondo cui nel complesso le economie dell'America latina starebbero mostrando segni di ripresa – dovuti tra l'altro a un miglioramento delle politiche –, ma continuerebbero a essere esposte a una certa vulnerabilità.

I partecipanti hanno altresì affrontato il tema della sostenibilità dei livelli correnti e attesi del debito pubblico, sottolineando la necessità di gestire il debito in modo da ridurre l'impatto degli shock di mercato. A questo proposito si è osservato che alcuni paesi della regione hanno approfittato del favorevole contesto del finanziamento esterno per consolidare la loro posizione debitoria; l'eventuale perdurare di condizioni finanziarie ed economiche propizie andrebbe messo a frutto ai fini del miglioramento delle posizioni di bilancio. Gli intervenuti hanno poi parlato delle riforme già attuate e di quelle ancora necessarie per sviluppare i mercati mobiliari interni, al fine di facilitare la gestione del debito pubblico e fornire canali alternativi di raccolta e di gestione del rischio per il settore privato. I partecipanti hanno discusso dei rischi

I partecipanti discutono di gestione del debito ...

derivanti da disallineamenti valutari e dalla parziale dollarizzazione, nonché delle possibilità per ridurre tali rischi, tra cui il mantenimento di buone politiche macroeconomiche, un regime di tassi di cambio flessibili e un adeguato assetto prudenziale. Essi hanno inoltre rilevato l'importanza degli investimenti diretti esteri nel settore finanziario e convenuto sulla necessità di un contesto giuridico e regolamentare stabile e prevedibile per soddisfare le esigenze sia delle case madri sia delle autorità del paese ospitante.

I presenti al convegno hanno dibattuto della prevenzione e risoluzione delle crisi internazionali, mettendo l'accento sulla riuscita inclusione di clausole di azione collettiva in alcune nuove emissioni di paesi della regione.

... prevenzione delle crisi ...

I partecipanti hanno discusso anche del Nuovo Accordo di Basilea sul capitale, il cui completamento è previsto entro metà 2004 (cfr. il riquadro precedente). Essi hanno concordato che le autorità di vigilanza nazionali dovranno valutare attentamente se vi siano i presupposti per l'attuazione del Nuovo Accordo e, in caso contrario, stabilire quali misure intraprendere per migliorare le proprie capacità di regolamentazione, vigilanza e gestione del rischio.

... Nuovo Accordo di Basilea ...

Gli intervenuti hanno passato in rassegna le iniziative in corso volte a rafforzare la corporate governance. Nonostante i provvedimenti e le leggi adottate, l'applicazione delle norme costituisce un problema centrale. A tale riguardo si rende necessario un miglioramento dei sistemi giudiziari e degli ordinamenti giuridici. Si è inoltre discusso della messa in atto di vari meccanismi nazionali e internazionali per la sorveglianza dei revisori, nonché dell'impegno profuso per raggiungere un consenso internazionale sugli standard contabili e rafforzare così gli schemi di reporting finanziario. I partecipanti hanno altresì esaminato le questioni relative ai conflitti di interesse che coinvolgono gli analisti finanziari e all'integrità del processo di rating dei crediti. Con riguardo a tutti questi ambiti gli intervenuti hanno sottolineato l'auspicabilità di ulteriori progressi – in America latina come in altre regioni – per accrescere l'efficienza, la trasparenza e la fiducia degli investitori.

... e passano in rassegna le iniziative in materia di governo societario