

Libera Università degli studi Sociali

Facoltà di Economia



TESI DI LAUREA IN ECONOMIA MONETARIA E CREDITIZIA

*Crisi finanziaria e mercato immobiliare:
il caso spagnolo*

RELATORE CHIAR.MO
Prof. Giorgio Di Giorgio

LAUREANDA
Flavia Ascioni
Matr. 148671

Anno Accademico 2010 - 2011

INDICE

Capitolo 1: IL MERCATO IMMOBILIARE.....	5
1.1 Introduzione al mercato immobiliare.....	5
1.1.1 Il modello a quattro quadranti	11
1.2 I cicli di mercato immobiliare.....	13
1.2.1 Il ciclo immobiliare “classico”	14
1.3 La finanziarizzazione	16
1.3.1 Finanziarizzazione e mercato immobiliare	17
Capitolo 2: LA CRISI FINANZIARIA.....	23
2.1 La recente crisi finanziaria: cause e caratteristiche principali	23
2.2 Gli eventi principali della crisi.....	29
2.3 La crisi finanziaria in Europa.....	35
2.3.1 La crisi in Spagna.....	36
2.3.1.1 Il ruolo del sistema bancario nella crisi	38
Capitolo 3: IL CASO SPAGNOLO	41
3.1 Il ciclo immobiliare spagnolo	41
3.2 Cicli immobiliari a confronto.....	48
3.2.1 Il ciclo immobiliare spagnolo e quello inglese	49
3.2.2 Il ciclo immobiliare spagnolo e quello americano	52
3.2.3 Il ciclo immobiliare spagnolo e quello tedesco.....	54
3.2.4 Il ciclo immobiliare spagnolo e quello italiano.....	56
CONCLUSIONE.....	60
BIBLIOGRAFIA.....	62

INTRODUZIONE

Leggiamo un articolo di giornale, ascoltiamo una trasmissione radiofonica, guardiamo un telegiornale, navighiamo in internet e sempre, seppur da punti di vista diversi, vediamo analizzata una realtà che da ormai diversi anni è entrata a far parte della nostra quotidianità: la crisi.

Tutti ne parlano, ognuno cerca di interpretarla a modo suo, i governi e le banche centrali adottano misure straordinarie, ma nessuno è ancora in grado di arrestarla. Sono molte le economie colpite in tutto il mondo ed ognuna ha visto svilupparsi problematiche di diversa intensità nei più differenti settori, ciascuno con ruoli ed implicazioni distinte. Un'analisi intersettoriale della crisi, però, risulterebbe fuorviante in quanto gli effetti espliciti variano in maniera significativa a seconda dell'ambito di valutazione. Dunque, appare opportuno rivolgere lo studio ad un mercato specifico; in particolare, questo elaborato si focalizza su uno dei settori più influenti nella crisi attuale: il mercato immobiliare, con particolare attenzione alla Spagna, dove esso ha rappresentato il fulcro stesso della crisi.

A tale fine, si è ritenuto opportuno articolare la trattazione in tre fasi distinte: si procede innanzitutto all'introduzione del concetto di mercato immobiliare e delle sue peculiarità, si prosegue successivamente con l'esame delle origini e della diffusione della crisi attuale ed, infine, si conclude analizzando il ciclo immobiliare spagnolo e confrontandolo con quello di alcuni altri paesi, europei e non.

Nel primo capitolo sono descritte le caratteristiche di cui dispone il mercato immobiliare, quali l'assenza di standardizzazione dei beni oggetto di scambio e l'irregolarità dello spessore e della frequenza degli scambi, che lo rendono peculiare rispetto agli altri segmenti del mercato comunemente inteso e che influenzano in maniera evidente la conformazione di domanda e offerta al suo interno e l'andamento dello stesso. In particolare, l'offerta di beni immobili risulta differente da quella

“classica”, in quanto presenta un “gradino” dovuto all’impossibilità di riduzione dell’offerta fino ad un valore nullo. Attraverso la rappresentazione fornita da Di Pasquale e Wheaton nel modello a quattro quadranti, inoltre, è possibile illustrare in che modo viene generato il lag temporale alla base dei cicli che caratterizzano il mercato immobiliare e che si articolano in quattro fasi: espansione, stabilizzazione, declino e ripresa. Risulta infine rilevante il processo di finanziarizzazione che ha investito l’intera economia negli ultimi decenni, dovuto al cambiamento del ruolo ricoperto dalla finanza all’interno del contesto economico; sono frutto di tale processo diversi strumenti finanziari che, diffusi massicciamente di recente, possono essere considerati tra le cause scatenanti della crisi finanziaria sviluppatasi negli ultimi anni.

Nel secondo capitolo si svolge un’indagine volta a ricercare le cause e le caratteristiche della crisi, è possibile ritrovare sia fattori che hanno contraddistinto esclusivamente la crisi attuale, come i nuovi strumenti finanziari appena accennati, sia fattori comuni a precedenti crisi, quali le carenze nei sistemi di vigilanza e regolamentazione e l’aumento del livello di credito che ha comportato lo scoppio della bolla immobiliare. Il concorso di questi fattori ha portato allo sviluppo di una crisi finanziaria che, originata negli Stati Uniti, si è diffusa rapidamente in tutto il mondo, colpendo maggiormente i paesi industrializzati. In Europa abbiamo assistito alla propagazione quasi immediata di tale ondata di crisi con effetti differenziati nei diversi stati; nel caso della Spagna, i settori maggiormente colpiti risultano quello delle banche locali (le *cajas*) e quello immobiliare, sul quale si sono ripercossi gli effetti dei fallimenti delle *cajas*, principali fonti di finanziamento per gli investimenti di natura immobiliare.

Infine, nel terzo capitolo, analizzando prima il contesto economico poi, nello specifico, il settore immobiliare, ci si propone di indagare le relazioni che intercorrono tra questi due ambienti per valutare se seguono andamenti

similari in alcuni dei paesi colpiti dalla crisi, Spagna, Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Italia.

Capitolo 1: IL MERCATO IMMOBILIARE

1.1 Introduzione al mercato immobiliare

Prima di poter descrivere in maniera adeguata il mercato immobiliare è necessario innanzitutto fornire una definizione di mercato. Quest'ultimo può essere identificato come il “meccanismo attraverso il quale prodotti e servizi sono volontariamente scambiati tra diversi proprietari”¹. In particolare, in questo contesto, interagiscono diversi agenti razionali al fine di migliorare o conservare la propria posizione e, quindi, accrescere il proprio benessere (secondo il cosiddetto principio dell'edonismo psicologico).

Sulla base di tale concetto è possibile definire il mercato immobiliare come quel segmento del mercato comunemente inteso nel quale sono scambiati beni e servizi immobiliari. La sua peculiarità è costituita dall'esistenza di un mercato delle locazioni, motivo per cui il suo andamento è determinato dall'interazione tra mercato degli immobili in vendita e in affitto e, più in particolare, dal rapporto tra prezzi, canoni e rendimenti.²

Possiamo distinguerne alcuni aspetti caratteristici.³

Innanzitutto, è caratterizzato da immobilità. Infatti, gli oggetti di scambio, beni di diversa natura (abitazioni, uffici, terreni edificabili, etc.), non sono trasferibili in mercati diversi e più redditizi; si pensi, ad esempio, ad un edificio situato in una determinata zona che, in caso di negoziazione in un mercato geograficamente differente, non potrebbe essere fisicamente trasferito. È evidente, poi, come i beni immobili non siano standardizzati, bensì si distinguano in relazione a molteplici variabili, quali la zona in cui si trovano, le dimensioni, gli accessori, etc.; tutto ciò rende il mercato complesso e comporta il sostenimento di alti costi di acquisizione e gestione

¹ D. GELTNER, N.G. MILLER, *Commercial real estate analysis and investments*, Prentice Hall, 2000.

² GELTNER, *op. cit.*

³ E. DEGENNARO, *La finanziarizzazione del mercato immobiliare*, Cacucci, 2008.

delle informazioni, oltre alla difficile confrontabilità dei prodotti. Essi, inoltre, sono beni durevoli, quindi hanno un valore tendenzialmente alto, avendo una vita fisica ed economica lunga ed essendo il loro valore commisurato ad essa. Un'ulteriore peculiarità di questo mercato è costituita dall'irregolarità dello spessore e della frequenza degli scambi. Vengono identificati con i termini di spessore e frequenza, rispettivamente, il volume delle transazioni e la numerosità di transazioni in un determinato intervallo di tempo. Non bisogna, inoltre, sottovalutare l'asimmetria informativa, che ha comportato la necessità dell'intervento di intermediari con il compito di standardizzare le modalità di valutazione e quotazione, diffondere informazioni e conciliare le preferenze del pubblico in modo da permettere che il mercato risulti più trasparente. Tra i rischi legati a questo mercato risultano preponderanti quello commerciale, legato a cambiamenti di domanda e offerta, variazioni del livello dei prezzi e alle condizioni del mercato in continuo mutamento, e quello di liquidità, relativo alla difficoltà di convertire in tempi brevi gli investimenti immobiliari in liquidità. Infine, è possibile affermare che le variazioni nelle quantità domandate dipendono non solo da fattori strettamente legati all'ambito immobiliare, quali fenomeni di polarizzazione e spopolamento urbano, evoluzioni normative e cambiamenti nei gusti degli acquirenti, ma anche da elementi riconducibili al contesto economico e sociale, tra cui i trend demografici, eventuali variazioni del reddito pro capite, il tasso d'inflazione e l'andamento economico. Questo aspetto fa sì che la volatilità del mercato sia elevata e che i meccanismi di formazione dei prezzi dei beni immobili risultino di bassa qualità.

Nel mercato immobiliare è possibile distinguere alcuni segmenti⁴: *asset market* (il mercato delle attività) e *space market* (il mercato degli spazi), strutturalmente collegati dalla *property development industry* (l'industria dello sviluppo di proprietà immobiliari). Il primo attiene alla proprietà del

⁴ GELTNER, *op. cit.*

patrimonio immobiliare. Il secondo, invece, può essere considerato come l'aspetto fondamentale del settore immobiliare in quanto concerne l'utilizzo dei beni immobili. Il terzo, infine, è atto a convertire il capitale finanziario in capitale fisico, così da gestire lo stock di domanda nello *space market*. Il mercato immobiliare, quindi, risulta composto da due segmenti e dall'industria che li lega secondo lo schema definito nella Fig. I.

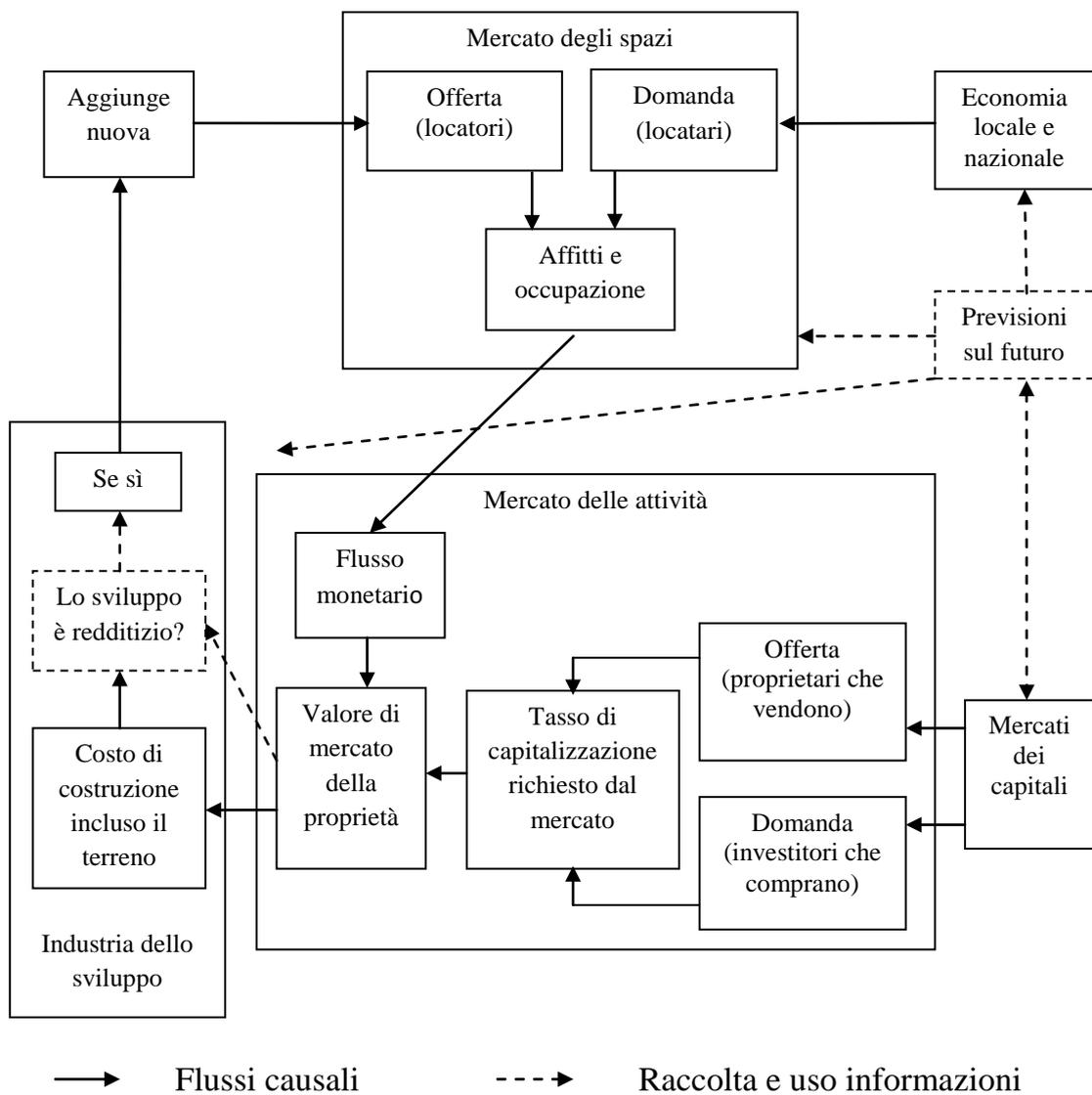


Fig. I Il mercato immobiliare: interazione tra il mercato degli spazi, il mercato delle attività e l'industria dello sviluppo (elaborazione su immagine di Geltner, op. cit.)

Conducendo un'analisi più approfondita è possibile sostenere che la natura stessa dell'*asset market*, ovvero la sua focalizzazione sui flussi di cassa futuri generati dall'investimento in proprietà immobiliari, fa sì che esso possa essere visto come una parte del più ampio mercato dei capitali in quanto, in questa ottica, le attività immobiliari sono paragonabili, o meglio equiparabili, alle risorse finanziarie.

Analizzando il mercato dei capitali è possibile distinguere, in linea generale, quattro categorie, a seconda che il mercato sia pubblico o privato e se all'interno di esso siano negoziati debito o equity. Siamo in grado di ritrovare prodotti di natura immobiliare in ognuna di queste quattro branche. I fondi d'investimento immobiliare, ad esempio, che offrono pubblicamente azioni ordinarie di compagnie che posseggono beni immobili da investimento e diritti di garanzia immobiliare; ma anche titoli garantiti da ipoteca, titoli negoziati pubblicamente basati su un sottostante pool di ipoteche, etc. La forma più rilevante di attività immobiliare, però, è la proprietà diretta degli immobili che viene negoziata in un mercato privato, il mercato immobiliare in senso stretto, dove sono negoziati beni immobili (quali edifici commerciali, edifici ad uso abitativo e terreni).

Approfondendo, poi, quello che viene identificato con il termine di *space market*, è noto come ci si riferisca ad esso anche con i termini *real estate usage market* o *rental market*, termini che forniscono un'immagine ben più allusiva. All'interno di questo mercato agiscono operatori che, da un lato, sono alla ricerca di una determinata tipologia di bene immobile collocato in uno spazio definito e, dall'altro, propongono categorie particolari di immobili in aree specifiche. Data quindi la natura peculiare di domanda e offerta, questo mercato è caratterizzato da una mancanza di integrazione, che si riflette pragmaticamente in una forte segmentazione. Infatti, i prezzi di immobili simili ma situati in luoghi diversi possono essere considerevolmente distanti, così come immobili differenti situati nello stesso luogo possono avere prezzi analoghi.

La segmentazione di tale mercato può essere effettuata secondo diverse metodologie tra le quali le più rilevanti sono considerate quella geografica, che avviene attraverso la definizione di aree metropolitane, e quella per tipologia d'uso, che distingue gli immobili in uffici, in vendita, industriali e residenziali. Inoltre, si può arrivare a definire mercati ancora più piccoli e specializzati, ma tale operazione risulterebbe eccessivamente approfondita rispetto alle esigenze dell'analisi qui condotta.

Per approfondire la nostra analisi risulta opportuno studiare il comportamento di domanda ed offerta in tale contesto.

In un mercato di qualsivoglia natura, la curva di domanda aggregata è quel modello grafico che rappresenta le preferenze dei consumatori mettendo in relazione le quantità, sull'asse delle ascisse, e i prezzi, sull'asse delle ordinate, del bene oggetto di scambio; essa è rappresentata graficamente da una retta continua decrescente, data la progressiva diminuzione della propensione al consumo degli agenti all'aumentare del prezzo del bene oggetto di scambio.

Rivolgendo l'analisi in particolare al mercato immobiliare, la curva di domanda aggregata ha un comportamento conforme a quella "classica"; quindi, anche questa sarà decrescente.

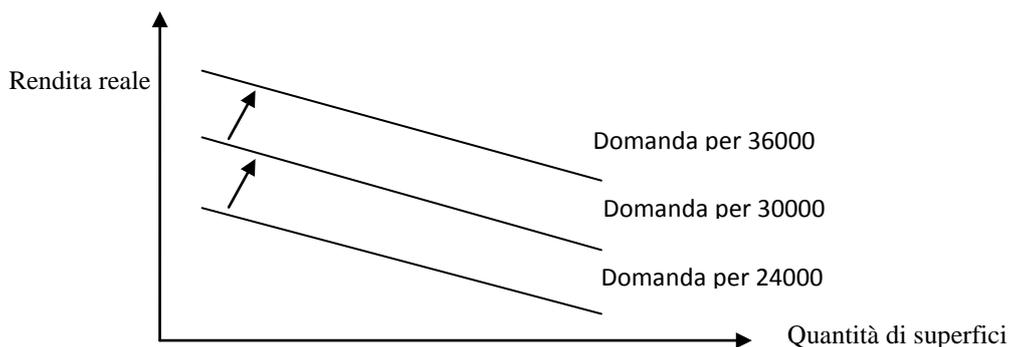


Fig. II Funzione di domanda del mercato immobiliare (elaborazione su immagine di Geltner, op. cit.)

Come per la curva di domanda, partiamo da un'analisi dell'offerta in un mercato generico. In tale contesto la curva di offerta aggregata ha le stesse caratteristiche di quella precedentemente analizzata ad eccezione dell'inclinazione; infatti, questa risulterà continua ma crescente.

A differenza della curva di domanda, lo studio della curva di offerta nel mercato immobiliare necessita di un'analisi più approfondita, in quanto si differenzia da quella "classica". Infatti, in tal caso essa non è continua ma presenta un "gradino"⁵ che mostra come, in questo mercato, l'offerta non può ridursi fino a diventare nulla, in quanto non è possibile eliminare beni immobili per un determinato periodo di tempo. Tale "gradino", quindi, si formerà in corrispondenza della quantità di beni immobili già esistenti e di un prezzo determinato in relazione al costo marginale della produzione di nuovi beni.

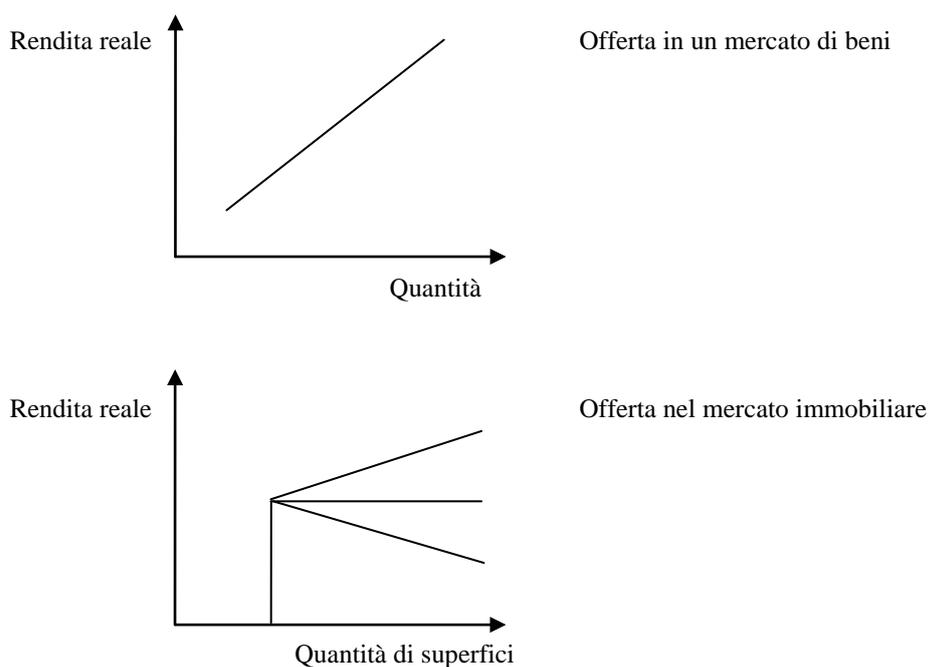


Fig. III Funzione di offerta in un generico mercato di beni e nel mercato immobiliare
(elaborazione su immagine di Geltner, op. cit.)

⁵ GELTNER, *op. cit.*

1.1.1 Il modello a quattro quadranti⁶

Per concludere forniamo una rappresentazione grafica del mercato immobiliare, come elaborata da Di Pasquale e Wheaton, attraverso il modello a quattro quadranti (4Q) raffigurato nella Fig. IV.

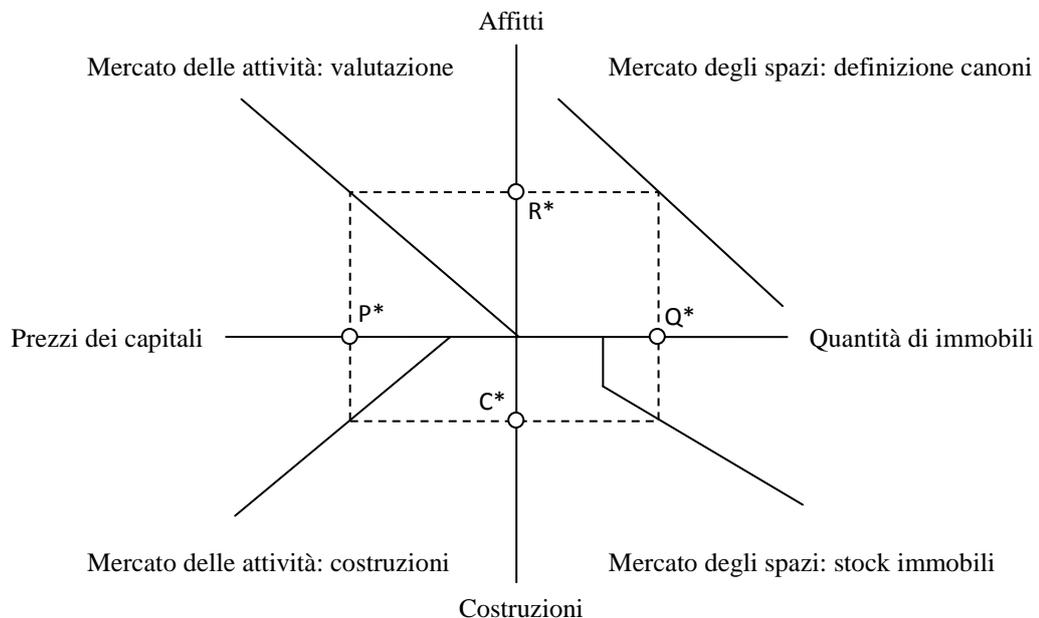


Fig. IV Interpretazione del diagramma quattro quadranti (elaborazione su immagine di Di Pasquale, op. cit.)

I quattro quadranti rappresentano rispettivamente quattro relazioni binarie che forniscono il quadro completo dei legami tra il mercato degli spazi e quello delle attività su un diagramma cartesiano. Esso riporta sugli assi le quantità di immobili, gli affitti, i prezzi dei capitali e il tasso di crescita delle costruzioni. Il grafico a quattro quadranti è utile per esaminare simultaneamente l'equilibrio di lungo periodo sui due mercati. Tale equilibrio nel mercato immobiliare implica che l'offerta abbia tempo a sufficienza per adattarsi a variazioni dal lato della domanda; esso è rappresentato da un rettangolo i cui lati sono connessioni orizzontali e

⁶ D. DI PASQUALE, W. WHEATON, *Urban economics and real estate markets*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1996.

verticali tra quattro punti, ognuno dei quali esprime una delle quattro relazioni binarie in ognuno dei quadranti.

In questo grafico sono descritti in particolare, partendo dal quadrante in alto a destra e procedendo in senso antiorario, la curva di domanda del mercato degli spazi, il processo di valutazione nel mercato dei capitali, il processo di produzione fisica effettuato dall'industria delle costruzioni e la curva di offerta del mercato degli spazi.

Ci proponiamo a questo punto di studiare attraverso questo modello gli effetti di una variazione dal lato della domanda all'interno del mercato immobiliare. Esaminiamo dunque cosa comporta un incremento di domanda.⁷

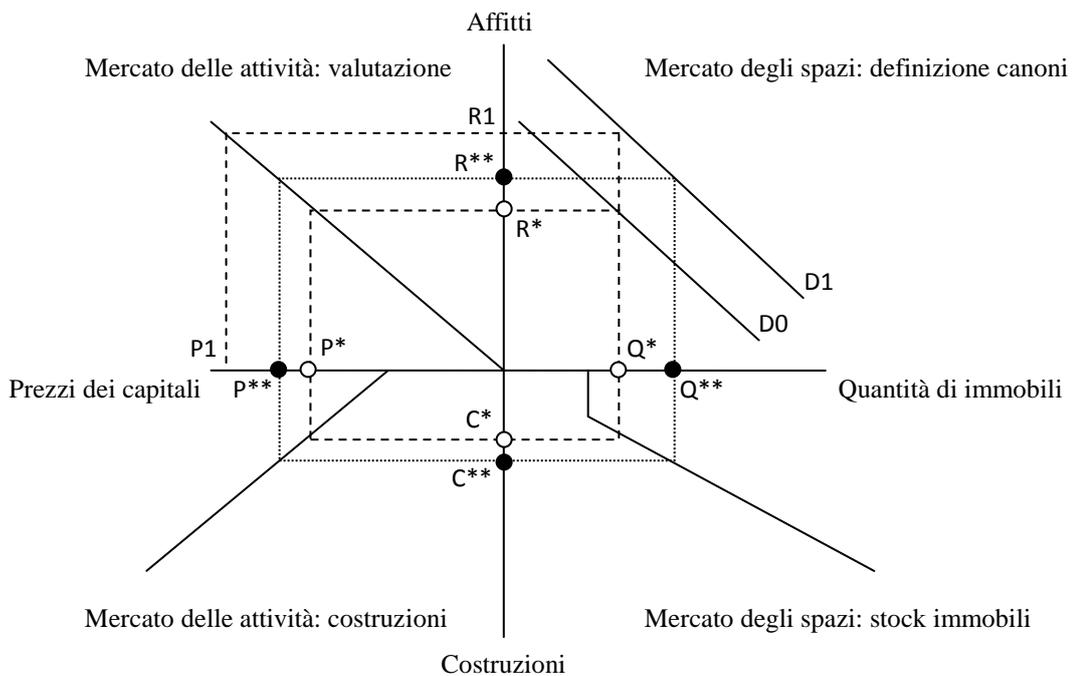


Fig. V Il modello quattro quadranti in caso di un incremento della domanda (elaborazione su immagine di Di Pasquale, op. cit.)

⁷ M. BRISCHETTO, A. PAVAN, C. PICCO, U. VISCONTI DI MASSIMO, *La stima degli immobili ordinari, speciali e dei beni pubblici*, Maggioli Editore, 2006.

Nel caso in cui la domanda passi da D_0 a D_1 , assisteremo nel breve periodo a un aumento dei canoni, che passeranno da R^* a R_1 , e all'assenza di variazioni dal lato delle quantità, dato il lag temporale riscontrabile nel settore delle costruzioni che non permette all'offerta di reagire istantaneamente a variazioni della domanda. Quindi, tracciando il nuovo equilibrio cambierà l'intersezione con la funzione delle valutazioni che, di conseguenza, intercetterà l'asse orizzontale in un punto P_1 con valore superiore a quello del precedente equilibrio, P^* . A questo punto, però, il mercato delle costruzioni, caratterizzato da inerzia, non permetterà all'equilibrio di discostarsi da quello precedente, C^* , se non nel lungo periodo fino al raggiungimento di C^{**} . Solamente nel momento in cui tale livello sarà raggiunto otterremo il nuovo equilibrio caratterizzato da un aumento delle quantità, che raggiungeranno Q^{**} , che si rifletterà su una variazione degli affitti, che si attesteranno al livello R^{**} , ed il conseguente riflesso sui prezzi, che si fermeranno in P^{**} (valore compreso tra quello di equilibrio iniziale, P^* , e quello raggiunto dopo l'aumento della domanda, P_1).

Questo modello, quindi, illustra come alla base del lag temporale che genera i cicli del mercato immobiliare ci sia l'intervallo di tempo che intercorre tra la variazione di domanda e la reazione degli altri settori.

1.2 I cicli di mercato immobiliare

Per poter giungere ad argomentare riguardo i cicli di mercato immobiliare, forniamo, innanzitutto, una definizione generica di ciclo di mercato. Con tale termine è possibile identificare quel modello grafico che mostra le fluttuazioni ricorrenti di una grandezza economica in un intervallo di tempo definite dalla successione di espansione, crisi, recessione e ripresa. Data questa interpretazione, è possibile sostenere che tale ciclo sia un fattore determinante per le strategie degli agenti che operano nel mercato. Questi ultimi, però, devono essere in grado di mantenere tale concetto

distinto da quello di trend, definibile come una qualsiasi tendenza dei valori di una serie temporale a crescere o a diminuire nell'arco di un certo periodo di tempo, così da non fraintendere i cambiamenti futuri del mercato.

Possiamo a questo punto identificare con il termine ciclo di mercato immobiliare quel modello grafico che tende a mostrare le variazioni dei valori del mercato immobiliare in un intervallo di tempo.

Tale ciclo è evidentemente influenzato dalle circostanze dell'economia intera, in quanto domanda e offerta di beni immobili sono influenzate strettamente dalle necessità d'uso delle imprese, delle famiglie e dei servizi per la comunità; quindi, cambiamenti nel livello di attività economica si riflettono sul mercato immobiliare con una tempistica variabile a seconda delle circostanze che si verificano, come descritto dalla Fig. VI.

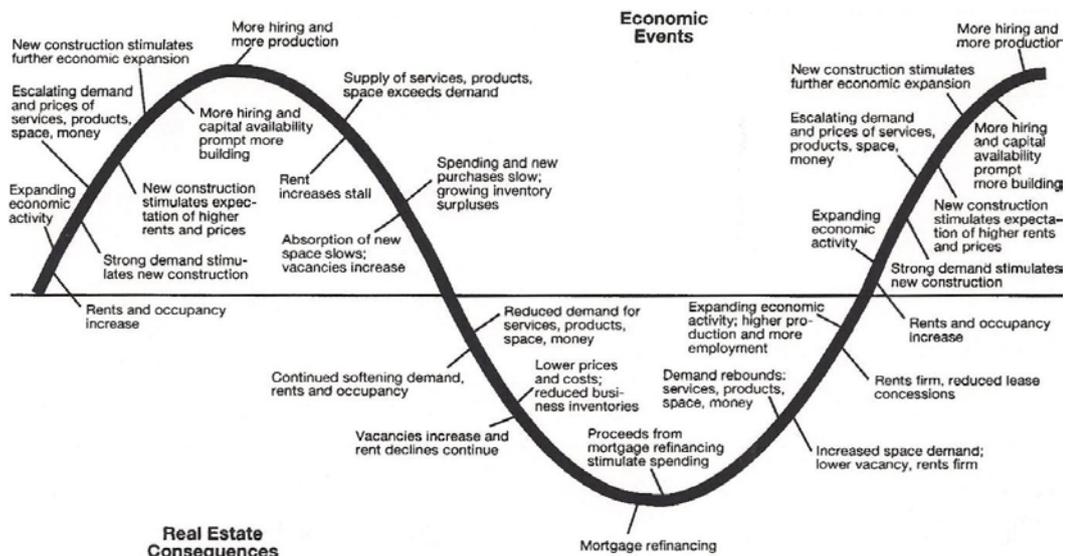


Fig. VI Impatto degli eventi economici sui beni immobili (fonte: Roulac, op. cit.)

1.2.1 Il ciclo immobiliare "classico"

Il ciclo immobiliare "classico" mette in relazione due variabili: il tempo, generalmente sull'asse orizzontale, e i valori, riferibili a prezzi, canoni, costruzioni, etc., generalmente sull'asse verticale. Esso si sostanzia solitamente di alcune fasi successive di espansione, stabilizzazione,

deterioramento, declino, stabilizzazione, ripresa ed espansione, come risulta dalla Fig. VII.⁸

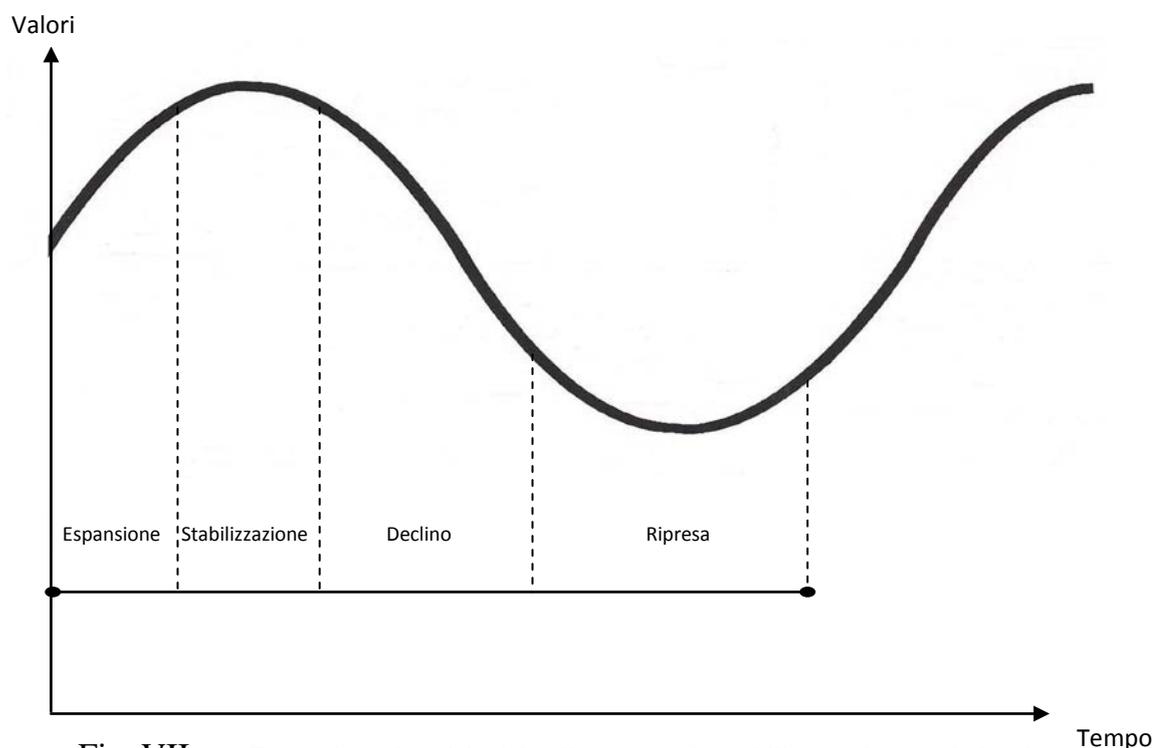


Fig. VII Forma ipotetica del ciclo di mercato immobiliare e le sue fasi principali
(elaborazione su immagine di Brischetto, op. cit.)

Descritto in linea generale l'andamento dei cicli di mercato immobiliare, non ci resta che indagare sulle forze che intervengono in tale contesto.⁹

Innanzitutto, bisogna valutare il fattore tempo; infatti, tra il momento di commissione di un progetto e la completa realizzazione dello stesso, assisteremo ad un ritardo temporale di natura variabile a seconda delle circostanze specifiche. Inoltre, rivestono una posizione d'influenza le errate interpretazioni del mercato e la bassa trasparenza dell'informazione; entrambe generano un disequilibrio tra domanda e offerta che si riflette in oscillazioni cicliche. Un'ulteriore aspetto da tenere in considerazione è l'inerzia al cambiamento; infatti, un cambiamento nell'equilibrio tra

⁸ S. ROULAC, *Real estate market cycles, transformation forces and structural change*, in "The journal of real estate portfolio management", vol. 2, n. 1, 1996.

⁹ BRISHETTO, *op. cit.*

domanda e offerta comporta una modifica del tasso di occupazione degli immobili, che risulta collegato ad una lenta riduzione dei canoni da parte del locatari, riflettendosi su un aumento del rapporto tra domanda e offerta. Infine, è necessario prendere in considerazione il ciclo economico generale, in particolare in relazione ad alcune variabili quali il prodotto interno lordo, i flussi di capitali e il reddito pro-capite. Tali variabili influenzano l'intera economia e incidono sul ciclo di mercato immobiliare tramite un meccanismo di trasmissione; questo meccanismo prevede che una crescita economica comporti un aumento nella produzione di beni e servizi del settore terziario e nella necessità di uffici.

È bene sottolineare, in conclusione, che, come l'economia influenza il mercato immobiliare, anche il mercato immobiliare può avere degli effetti sull'economia¹⁰; si pensi, ad esempio, come contrazioni nel settore immobiliare possano portare a bancarotte nel settore finanziario e comportare recessioni e disoccupazione.

1.3 La finanziarizzazione

Con il termine finanziarizzazione si allude al ruolo, all'incidenza e alla dinamica delle attività finanziarie sul complesso delle attività di un sistema economico oppure su una sua grandezza o su un suo flusso.

Possiamo affermare che nel corso dei decenni si è assistito ad una finanziarizzazione dell'economia, in relazione alla variazione del ruolo svolto dalla finanza all'interno del contesto economico. Infatti, se fino agli anni '70-'80 essa rappresentava solamente un supporto alla produzione, successivamente essa assume un ruolo fondamentale nella prospettiva d'impresa, che si concentra non più sulla realizzazione di un profitto strettamente legato ad un aspetto operativo, bensì si focalizza su un guadagno di natura speculativa. In particolare abbiamo assistito a questo cambiamento radicale di prospettiva a seguito di diverse circostanze, quali

¹⁰ BRISCHETTO, *op. cit.*

il processo di globalizzazione del secolo scorso e la progressiva privatizzazione degli anni '80. Il primo ha spinto mercati ed imprese ad assumere una dimensione mondiale, superando i confini regionali o locali in cui erano precedentemente contenuti fino a formare un mercato globale in cui è sempre più semplice la parcellizzazione del rischio e la progressiva riduzione del legame tra il rendimento di uno strumento e l'effettiva redditività del sottostante, e la seconda ha stravolto il ruolo dello Stato, privato ormai del ruolo allocativo precedentemente ricoperto.

1.3.1 Finanziarizzazione e mercato immobiliare

Estendendo il concetto di finanziarizzazione al contesto immobiliare, esso si sostanzia in un “processo in cui il trattamento dei beni immobili propende ad imitare quello dei beni scambiati sui mercati finanziari. Si assiste, pertanto, ad una integrazione crescente del mercato immobiliare e del mercato finanziario: in tale contesto, l'investimento immobiliare viene considerato alternativo o complementare a quello in prodotti finanziari”¹¹. Quindi, la rendita di un immobile viene assimilata al rendimento di un investimento finanziario a lungo termine.

Abbiamo assistito a tale processo a partire dal XX secolo quando, con i cambiamenti avvenuti nel contesto economico, le dinamiche finanziarie hanno iniziato a prevalere su quelle produttive; in tale situazione, il settore immobiliare ha sviluppato un certo grado di autonomia dai rapporti tradizionali con la produzione edilizia, che si è presentato attraverso la concentrazione di patrimoni immobiliari nei portafogli di investitori istituzionali, la continua innovazione dei meccanismi di finanziamento dei progetti e la proliferazione di nuovi veicoli d'investimento diretto e indiretto. Si è assistito, inoltre, in questo periodo, ad un radicale cambiamento del potere insito nel diritto di proprietà, che, se prima era focalizzato sul controllo dell'ambiente utile per l'adempimento di

¹¹ DEGENNARO, *op. cit.*

particolari attività produttive, ora mira al controllo dei flussi monetari che scaturiscono dalla domanda di spazio.

Il processo di finanziarizzazione del mercato immobiliare può essere anche inquadrato in un'ottica di superamento di alcuni limiti specifici di tale mercato¹². Si pensi, in primo luogo, all'assenza di standardizzazione tipica degli immobili; la finanziarizzazione del mercato può intervenire a favore di un progressivo aumento della standardizzazione in quanto, assimilando gli immobili ai titoli mobiliari (tipicamente altamente standardizzati), consente, attraverso gli intermediari di settore, di modificare le preferenze contrattuali delle controparti e di accedere a titoli con sottostanti operazioni immobiliari. Inoltre, è in grado di ridimensionare la discontinuità del mercato immobiliare e di aumentare il numero delle contrattazioni. Infatti, a seguito della finanziarizzazione, gli investitori finanziari si troveranno a poter comporre portafogli mobiliari composti da investimenti immobiliari in modo tale che aumentino i soggetti che richiedono tale tipologia d'investimenti; così facendo l'intensificazione delle negoziazioni si rifletterà sulla frequenza degli scambi provocando un incremento della continuità delle transazioni. Questo processo, generando nuove opportunità di scambio, inciderà anche sulla riduzione del rischio di controparte, che risente dell'aumento dello spessore del mercato e della continuità delle contrattazioni. Infine, esso interviene sui meccanismi di formazione dei prezzi; "in pratica, i prezzi subiscono fluttuazioni meno repentine per l'operare del processo di finanziarizzazione che non va' ad agire direttamente sui fattori che provocano le oscillazioni delle curve di domanda e di offerta del mercato del bene, ma partecipa alla formazione dei prezzi mediante l'inserimento di flussi aggiuntivi di domanda, nella fase di acquisizione di investimenti immobiliari, e di offerta, nella fase di dismissione degli stessi"¹³.

¹² DEGENNARO, *op. cit.*

¹³ DEGENNARO, *op. cit.*

L'aumento dell'interesse che i mercati finanziari rivolgono agli investimenti immobiliari è confermato dalla diffusione sempre crescente di fondi immobiliari, operazioni di spin-off e cartolarizzazioni.

I fondi immobiliari costituiscono uno dei più importanti veicoli usati per effettuare un investimento immobiliare in forma monetaria¹⁴.

Questi possono essere definiti come organismi di investimento il cui patrimonio, investito in immobili e strumenti finanziari di natura immobiliare, è raccolto mediante emissioni di quote. Tali fondi possono essere aperti o chiusi; nel primo caso, i partecipanti hanno diritto al rimborso delle quote sottoscritte in qualsiasi momento, quindi il patrimonio tende a subire costanti modifiche; nel secondo caso, invece, il patrimonio rimane invariato in quanto non è previsto il rimborso delle quote anticipatamente rispetto alla scadenza del fondo, quindi sarà possibile liquidare l'investimento solamente su un mercato secondario.

I fondi immobiliari si occupano, per conto degli investitori, di definire le politiche di *asset allocation* di portafoglio, oltre a curare il *property* e *facility management* (ovvero di reperire i conduttori e gestire immobili).

Fondamentali in tale analisi risultano i vantaggi forniti dai fondi immobiliari rispetto all'investimento diretto, in particolar modo in relazione a divisibilità dell'investimento, diversificazione, negoziabilità dello strumento, costi di transazione e capacità di gestione del portafoglio. Per quanto riguarda i primi due aspetti, questi risultano strettamente correlati; infatti, il ricorso ai fondi consente al singolo investitore di poter partecipare ad investimenti ingenti pur disponendo di risorse limitate, permettendogli, inoltre, di diversificare il proprio portafoglio sia a livello settoriale sia in relazione alle altre *asset class*. Il terzo elemento risulta legato alla liquidità dell'investimento; infatti, le quote, a differenza degli investimenti diretti, risultano altamente liquide e, quindi, possono essere negoziate

¹⁴ F. CESARINI, *Banca e finanza immobiliare. Valorizzazione dei patrimoni e innovazione finanziaria: spin-off, fondi e cartolarizzazione*, Bancaria editrice, 2003.

separatamente rispetto al bene sottostante nei fondi chiusi, o rimborsate in caso di fondi aperti. Per quanto concerne la riduzione dei costi di transazione, essa risulta evidente dalla possibilità di modificare *l'asset allocation* semplicemente attraverso la negoziazione di titoli, senza il sostenimento di costi legati alla compravendita di immobili, come accade invece in caso di investimento diretto. Infine, i fondi comuni sono in grado di sfruttare economie di scala nell'amministrazione di ingenti patrimoni grazie alle conoscenze di settore e all'alto grado di specializzazione, che consentono di gestire in modo più efficiente i portafogli.

Sono da prendere in considerazione, però, anche gli svantaggi dell'investimento in fondi, che si riflettono in particolare sugli oneri di intermediazione legati alla gestione del fondo e sui possibili costi di agenzia.

In conclusione, quindi, il rendimento atteso legato all'investimento in un fondo immobiliare deve tenere conto, da un lato, dei vantaggi operativi apportati, dall'altro, dell'onerosità del fondo stesso.

Per quanto riguarda le operazioni di spin-off, possiamo affermare che con questo termine, “mutuato dal linguaggio tecnico-economico anglosassone, si indicano le operazioni di scorporo di tutto o parte del proprio patrimonio immobiliare da parte di grandi gruppi bancari, assicurativi, industriali, nonché di aziende operanti nel settore delle public utilities, in soggetti giuridici separati (le cosiddette “società immobiliari”), già esistenti o costituiti ad hoc”¹⁵.

Abbiamo assistito nel tempo ad un ricorso ad esse sempre più consistente a causa della modifica strutturale dell'approccio agli investimenti di tipo immobiliare, portata dalla finanziarizzazione di tale settore. In linea generale, le operazioni di spin-off immobiliare sono volte al conseguimento di un cambiamento nel profilo patrimoniale e di un beneficio sotto il profilo

¹⁵ A. GERVASONI et al., *Osservatorio sul mercato immobiliare. La finanza immobiliare in Italia e in Europa*, Camera di commercio di Milano.

reddituale; inoltre queste possono essere funzionali alla realizzazione di riorganizzazioni societarie. In tale prospettiva, però, bisogna tenere conto degli alti costi e della complessità che le caratterizzano; quindi, possiamo sostenere che è opportuno ricorrere ad operazioni di spin-off solamente se questi due elementi sono compensati da un aumento di efficienza conseguibile esclusivamente attraverso tale scorporo. È possibile riscontrare questa conseguenza in relazione a due fattori principali: la creazione di valore, generato dalla vendita di immobili che comporta un aumento della liquidità destinata all'investimento nel business caratteristico, e l'affidamento degli immobili ad un operatore specializzato, che dovrebbe portare ad un efficiente sfruttamento delle economie di scala al fine di migliorare la redditività.

Infine, però, è necessario tenere in considerazione che, essendo gli asset immobiliari funzionali alla stabilità dell'attivo (in quanto non strettamente correlati con le altre asset class e, quindi, strumentali alla diversificazione del rischio), non è opportuno liberarsi interamente del proprio patrimonio immobiliare, bensì è necessario definire la quantità di immobili da detenere e, solo a questo punto, procedere ad eventuali scorpori fino a raggiungere suddetto livello.

Infine prendiamo in esame la cartolarizzazione, “una tecnica finanziaria che consente di trasferire un pool di crediti appositamente selezionati dal soggetto originariamente titolare a un'altra entità economico-giuridica specializzata, che provvede a trasformare tali attività in titoli negoziabili”¹⁶. Per quanto concerne, in particolare, la cartolarizzazione immobiliare, la caratteristica fondamentale è che l'asset sottostante è costituito da immobili di diversa natura.

Il processo di cartolarizzazione prevede diverse fasi¹⁷: l'individuazione dei crediti oggetto dell'operazione, la cessione di tali crediti alla SPV

¹⁶ L. NADOTTI et al., *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw-Hill, 2010.

¹⁷ C. GIANNOTTI, *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, 2004.

(*Special Purpose Vehicle*), l'emissione di ABS (*Asset Backed Securities*) da parte della SPV ed, infine, il loro collocamento. Nella prassi intervengono diverse figure qualificate a sostegno di questa operazione, ad esempio *credit enhancers*, che prestano garanzie per il rimborso delle ABS, e agenzie di rating, con il compito di valutare la qualità delle emissioni.

Alla base della decisione di effettuare operazioni di cartolarizzazione possiamo evidenziare la possibilità di disimpegnare parti del capitale da destinare ad altre attività, le opportunità di profitto che può rappresentare (ad esempio nel caso in cui ci sia una discrepanza tra valore contabile e di mercato del sottostante), la capacità di trasferire il rischio di credito, etc.

Abbiamo assistito negli ultimi decenni, in particolare dopo l'anno 2000, ad un incremento esponenziale di tali operazioni da parte del sistema bancario che è passato da un modello OTH (*Originate-To-Hold*), in cui le banche concedevano un prestito e lo detenevano fino alla naturale scadenza, ad uno OTD (*Originate-To-Distribute*), in cui, originati i prestiti, li cedono a società veicolo che li trasformano in titoli strutturati. Quindi, si pongono problemi in relazione alla quantità dei crediti concessi e alla qualità dei prenditori di fondi: se prima gli istituti di credito erano interessati a svolgere attività di *screening* del cliente potenziale e di *monitoring*, successivamente alla concessione del prestito, al fine di verificare costantemente le capacità di rimborso del debitore, ora, invece, trasferendo il rischio di credito, non sono più incentivati a compiere queste attività e concedono crediti anche a prenditori di fondi di scarsa qualità.

L'eccessivo ricorso alle operazioni di cartolarizzazione e la continua frammentazione dei titoli emessi e fatti confluire in altri titoli, però, ha reso sempre più difficile la comprensione della composizione di questi e si è rivelato alla base della crisi finanziaria sviluppatasi negli ultimi anni.

Capitolo 2: LA CRISI FINANZIARIA

2.1 La recente crisi finanziaria: cause e caratteristiche principali

Al fine di analizzare la crisi finanziaria globale, che ha avuto origine negli Stati Uniti a partire dal 2007, è innanzitutto opportuno considerarne le peculiarità distinguendo quelle caratteristiche comuni a diverse crisi verificatesi nel corso dei decenni e quelle che hanno contraddistinto esclusivamente quella più recente¹⁸.

Comune a quasi tutte le situazioni di instabilità, anche a quella attuale, è il forte aumento del credito e del *leverage*¹⁹ all'interno dei sistemi finanziari nella fase precedente alla manifestazione del dissesto. In particolare, tra il 2000 e il 2007 abbiamo assistito all'aumento dell'indebitamento di alcuni tipi specifici di debitori²⁰, prima degli *hedge borrowers*²¹, poi degli *speculative borrowers*²² ed infine dei *Ponzi borrowers*²³ che, con l'assunzione di rischi eccessivi, hanno portato alla generazione di una bolla speculativa. Questo fenomeno ha dato evidenza alla teoria sull'instabilità innata delle economie capitaliste elaborata dall'economista post-keynesiano Hyman Minsky, secondo cui nei periodi di espansione assistiamo ad un'euforia speculativa dei soggetti economici che confidano nei rialzi continui delle attività e, nel momento del rallentamento, questi ricorrono contemporaneamente alla vendita comportando conseguenze negative

¹⁸ A. CRESCENZI et al., *La crisi mondiale. Storia di tre anni difficili*, LUISS University Press, 2010.

¹⁹ Il *leverage* è un fattore che influenza la redditività del capitale netto in presenza di un certo grado di indebitamento dell'impresa. Il fattore leva finanziaria agisce in modo tale che, se gli oneri finanziari rappresentano un costo fisso e se il reddito dell'impresa cresce prima che gli oneri finanziari stesssi tendano ad aumentare, il maggior utile va a beneficio del capitale proprio. La presenza di un leverage negativo sollecita una riduzione del ricorso al capitale di credito, che non è giudicato più economicamente conveniente.

²⁰ V. D'APICE, G. FERRI, *L'instabilità finanziaria: dalla crisi asiatica ai mutui subprime*, Carocci, 2009.

²¹ Gli *hedge borrowers* sono quei debitori in grado di far fronte al pagamento sia del capitale sia degli interessi sui prestiti contratti.

²² Gli *speculative borrowers* sono quei debitori che possono far fronte esclusivamente al pagamento degli interessi e, quindi, necessitano di mercati molto liquidi per il rinnovo dei debiti a scadenza.

²³ I *Ponzi borrowers* sono quei debitori che non sono in grado di ripagare né gli interessi né il capitale e, quindi, confidano nel continuo apprezzamento degli asset acquistati al fine di ottenere nuovi prestiti e rimanere solvibili.

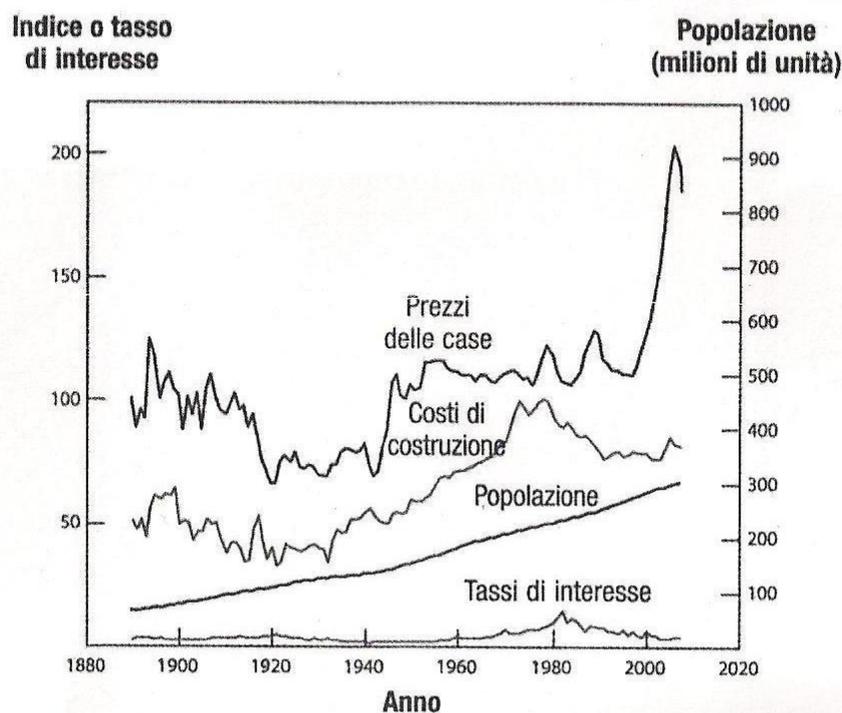
sull'intera economia. Inoltre, si sono verificati un incremento della leva finanziaria delle banche e una larga diffusione di operatori finanziari con una particolare propensione ad indebitarsi molto rispetto al patrimonio a disposizione, che hanno portato ad un innalzamento del rapporto d'indebitamento dell'intero sistema. Le cause della crescita di questi indicatori, più in generale, possono essere ricercate nell'evoluzione di un ampio sistema bancario ombra formato dalle società veicolo, operatori fondamentali nelle operazioni di cartolarizzazione e in altri investimenti finanziari di varia natura, e dalla politica monetaria adottata dalla Fed che ha indotto ad un incremento consistente della disponibilità di liquidità e ad un decremento del livello dei tassi d'interesse. Per quanto concerne quest'ultimo aspetto, è necessario analizzare il comportamento della Fed a seguito della recessione degli anni 2001-2002, dovuta alla bolla delle dot.com e agli attentati dell'11 settembre. In tale contesto, la banca centrale statunitense si è vista costretta ad adottare una politica espansiva al fine di consentire la ripresa economica del Paese, mantenendo bassi i tassi d'interesse per un lungo periodo. Secondo molti economisti, però, i tassi d'interesse sono stati mantenuti eccessivamente bassi per troppo tempo così da provocare un eccessivo aumento di liquidità che ha favorito l'offerta di credito da parte degli operatori finanziari e, quindi, ha comportato un innalzamento del livello d'indebitamento di famiglie e imprese.

Inoltre, negli anni recenti abbiamo assistito allo scoppio di una bolla immobiliare, simile a quella giapponese degli anni '80, che ha colpito, oltre agli Stati Uniti, anche, ed in maniera più rilevante, diversi paesi europei quali la Spagna, la Francia e l'Italia, dove l'aumento dei prezzi degli immobili è risultato superiore a quello statunitense; in Europa solo la Germania non è stata investita da questo fenomeno. All'origine della bolla vi sono numerose cause di diversa natura²⁴. Dal punto di vista sociale abbiamo assistito ad un contagio della psicosi del boom, che si è diffuso,

²⁴ R. J. SHILLER, *Finanza shock: come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea, 2008.

prima negli Stati Uniti e successivamente negli stati europei, con una rapidità inaspettata. Inoltre, fondamentale è stato l'andamento dei tassi; in particolare, è necessario focalizzare l'attenzione sulla politica monetaria della Fed che ha ridotto il tasso chiave sui fondi federali tra la metà del 2003 e la metà del 2004 fino all'1%, ma, come precedentemente accennato, è intervenuta solamente al fine di prevenire la recessione, attesa a seguito della del mercato azionario degli anni '90, e agire sulla deflazione confidando sulla continua crescita dei prezzi delle abitazioni.

PREZZI REALI DELLE CASE NEGLI STATI UNITI (1890-2007), COSTI DI COSTRUZIONE, POPOLAZIONE E TASSI DI INTERESSE SUI TITOLI DI STATO DI LUNGO TERMINE NEL PERIODO 1890-2008



Fonte: Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 2^a ed., Princeton N.J., Princeton University Press, 2005, p. 13, riprodotta qui con gli aggiornamenti indicati in grigio. L'indice dei prezzi delle case è indicato su base trimestrale per tutto il 2007.

Grafico I Prezzi reali delle case negli Stati Uniti, costi di costruzione, popolazione e tassi di interesse sui titoli di Stato di lungo termine (immagine di Shiller, op. cit.)

Dopo il 2000, però, abbiamo assistito ad un aumento vertiginoso dei mutui ipotecari a tasso variabile (quindi sensibili ai tagli della Fed) in quanto i sottoscrittori, pur attendendo un aumento dei tassi, confidavano anche loro su un ulteriore innalzamento dei prezzi delle case, che avrebbe consentito un rifinanziamento dei mutui ad un tasso minore. Non si deve sottovalutare, d'altra parte, la fiducia riposta in tale bolla immobiliare da parte dei creditori che, quindi, hanno erogato un numero elevato di prestiti sulla base di tale convinzione. Anche il ruolo delle agenzie di rating è stato fondamentale in quanto esse, come sarà descritto successivamente, hanno dato valutazioni fin troppo ottimistiche dei mutui ipotecari cartolarizzati. Infine, è indispensabile evidenziare l'incapacità dei regolatori di imbrigliare aggressive pratiche creditizie.

A ciò si sono aggiunte le carenze nei sistemi di vigilanza e regolamentazione, come accadde negli Stati Uniti alla fine degli anni '70 con le *saving and loans association*²⁵, che hanno dato la possibilità agli operatori finanziari di esporsi in modo incontrollato ai rischi di natura finanziaria fino a livelli del tutto inadeguati rispetto al loro livello di patrimonializzazione; tali carenze riguardano soprattutto l'assenza di regolamentazione sui veicoli societari e, più in generale, sulla negoziazione dei titoli cartolarizzati, dei titoli sintetici e dei derivati creditizi, tutti negoziati OTC (*Over The Counter*). Questo ha permesso la diffusione di comportamenti opportunistici da parte delle SPV (*Special Purpose Vehicle* o società veicolo) e delle banche stesse, l'aumento dei rischi dovuto all'assenza di controllo sugli stessi (inammissibile in mercati regolamentati) e l'insorgere di problemi legati ai conflitti d'interesse. Le società veicolo, infatti, non essendo sottoposte ad alcun tipo di norma, hanno avuto la possibilità di operare in una situazione di forte squilibrio tra scadenze

²⁵ Le *saving and loans association* sono istituti di credito creati per promuovere la proprietà delle case la cui attività consiste nel raccogliere il risparmio del pubblico offrendo depositi e nella concessione di mutui a lunghissimo termine a tasso fisso. Questi istituti, però, erano sottoposti a una vigilanza piuttosto ridotta che ha comportato diverse crisi.

dell'attivo e del passivo e, più nello specifico, di finanziare gli investimenti a lungo termine attraverso operazioni di indebitamento a breve termine nei confronti delle stesse banche sponsor; così facendo, non essendo i bilanci dei veicoli consolidati con quelli delle banche, il rischio assunto da queste ultime è risultato sottostimato. Le banche, d'altra parte, hanno liberamente trasferito “al di fuori dei propri bilanci attività che, se esposte in bilancio avrebbero reso necessario rafforzare la situazione patrimoniale degli intermediari. A ciò hanno contribuito alcune regole contabili e di bilancio e specifiche prassi di vigilanza”²⁶. Per quanto concerne i rischi, essendo il rapporto contrattuale nei mercati OTC diretto, il rischio d'insolvenza risulta rilevante in quanto non attenuato dall'intervento di una *clearing house* (organo fondamentale nei mercati regolamentati). Inoltre, tale mercato è caratterizzato da numerosità dei contratti - e dei rischi finanziari ad essi correlati - in costante aumento e da impossibilità di valutazione del rapporto rischio/rendimento dovute rispettivamente all'assenza di obblighi di versamento e di mantenimento dei margini di garanzia e alla mancanza di standardizzazione che impedisce il confronto tra i diversi contratti. Infine, riguardo alla diffusione di conflitti d'interesse, questi sono dovuti a due fenomeni distinti ma correlati: da una parte la “progressiva eliminazione dei segmenti di intermediazione entro i quali doveva svolgersi l'attività dei singoli intermediari”²⁷ che, con l'ampliamento dell'offerta di servizi da parte degli istituti, ha reso sempre maggiori le opportunità di atteggiamenti in contrasto con gli interessi della clientela, dall'altra l'emissione di titoli da parte di intermediari che organizzano gli stessi mercati OTC dove tali strumenti sono negoziati. Risulta probabile che, in assenza di tali conflitti, i titoli creati e negoziati sarebbero stati inferiori in numero e la qualità degli stessi si sarebbe rivelata superiore.

²⁶ CRESCENZI, *op. cit.*

²⁷ CRESCENZI, *op. cit.*

Fino a questo punto abbiamo analizzato esclusivamente fattori che già erano stati riscontrati in precedenti crisi finanziarie; ora procediamo all'analisi delle cause che hanno caratterizzato esclusivamente la crisi attuale.

Innanzitutto, l'aspetto fondamentale è rappresentato dall'esponentiale aumento del valore degli strumenti finanziari rispetto al Pil nel periodo immediatamente precedente allo scoppio della crisi; bisogna considerare, infatti, che la progressiva finanziarizzazione dell'economia nel suo complesso, a cui abbiamo assistito nel corso dei decenni, analizzata nel primo capitolo di questo elaborato, ha portato alla diffusione di nuovi strumenti che, rappresentando promesse di pagamento, "possono essere onorate alla scadenza solo se l'economia reale produrrà un ammontare di beni e servizi in grado di generare redditi sufficienti"²⁸ e, quindi, comportano il raggiungimento di un elevato livello di rischio.

Inoltre, non possono essere trascurati altri due elementi fondamentali: il comportamento delle agenzie di rating e i meccanismi di remunerazione dei manager adottati dagli operatori finanziari²⁹.

Per quanto concerne il primo punto, queste agenzie dovrebbero essere società che, analizzando informazioni di natura economica, finanziaria e patrimoniale, sintetizzano tali dati in indici alfanumerici che indicano il livello di solidità patrimoniale e di solvibilità di Stati e specifici istituti, oltre al rischio di credito collegato a diversi titoli; dunque, il loro fine principale è rappresentato dalla riduzione delle asimmetrie informative all'interno del mercato, tanto che con Basilea 2 abbiamo assistito all'assegnazione di un ruolo fondamentale al rating. L'anomalia verificatasi in questo contesto è costituita dalle stime erronee effettuate da tali agenzie che hanno riconosciuto valutazioni fin troppo ottimistiche ai titoli cartolarizzati, in particolare a quelli legati ai mutui *subprime*. Tale anomalia

²⁸ D'APICE, *op. cit.*

²⁹ D'APICE, *op. cit.*

nasce principalmente da due fattori: la forza contrattuale di alcuni emittenti, che impone alle agenzie di attribuire a tali istituti un rating migliore rispetto a quello che rispecchia la realtà oggettiva, e le numerose situazioni di conflitto d'interesse, date dal ruolo consulenziale ricoperto dalle agenzie di rating nella configurazione degli strumenti di debito emessi.

Per quanto riguarda, invece, il secondo aspetto, bisogna considerare come il contesto in cui gli istituti finanziari si sono trovati ad operare ha comportato l'adozione di sistemi di remunerazione del management molto aggressivi. Infatti, le continue pressioni di natura competitiva e l'evoluzione del concetto di valore, che giunge ad essere identificato con quello di redditività, hanno indotto i diversi istituti ad incentrare i meccanismi di retribuzione delle maggiori cariche in relazione ai risultati di breve periodo. Tale previsione, però, ha indotto i manager ad assumere rischi eccessivi, mettendo da parte il principio di prudenza.

2.2 Gli eventi principali della crisi

Analizziamo a questo punto la crisi finanziaria nei suoi avvenimenti principali fino alla metà del 2009 (data la difficoltà di reperimento dei dati nei periodi successivi) secondo l'analisi svolta dalla Banca dei Regolamenti Internazionali³⁰ nella sua 79^a *Relazione annuale*.

Tale istituto fornisce una tabella della “cronologia degli eventi principali” come successivamente riportata (Tabella I).

Cronologia degli eventi principali ^①	
2007	
9 agosto	I problemi dei mercati ipotecari e creditizi si propagano ai segmenti monetari interbancari quando alcuni emittenti di <i>commercial paper</i> garantita da attività (ABCP) incontrano difficoltà nel rinnovare i prestiti in scadenza e grandi fondi di investimento congelano i rimborsi delle quote adducendo l'incapacità di valutare i propri portafogli.
12 dicembre	Le banche centrali di cinque importanti aree valutarie annunciano misure coordinate, fra cui la creazione di linee di swap in dollari USA, per fronteggiare le pressioni nei mercati del finanziamento a breve termine.

³⁰ La *Banca dei Regolamenti Internazionali* è un'organizzazione internazionale con sede a Basilea (Svizzera) che ha lo scopo principale di promuovere la cooperazione tra le banche centrali; inoltre, fornisce servizi finanziari specifici in qualità di “banca delle banche centrali”, opera come agente o mandatario nei pagamenti internazionali che le vengono affidati e rappresenta un centro internazionale di ricerca in ambito finanziario, monetario ed economico.

2008	
16 marzo	JPMorgan Chase accetta di acquisire Bear Stearns con un'operazione patrocinata dalle autorità statunitensi.
4 giugno	Le agenzie di rating Moody's e Standard & Poor's modificano in negativo i rating delle compagnie di assicurazione <i>monoline</i> MBIA e Ambac, rialimentando i timori di perdite sui titoli assicurati da tali compagnie.
13 luglio	Le autorità statunitensi annunciano piani di sostegno per due agenzie di credito ipotecario (Fannie Mae e Freddie Mac), che prevedono l'acquisto di partecipazioni al capitale delle stesse.
15 luglio	La Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense impone restrizioni alle vendite di posizioni corte non coperte (<i>naked</i>).
7 settembre	Fannie Mae e Freddie Mac sono poste in amministrazione controllata.
15 settembre	Lehman Brothers Holdings Inc. richiede l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11.
16 settembre	Reserve Primary, un grande fondo USA del mercato monetario, notifica che il valore della sua quota è sceso al disotto dell'unità, innescando un'ondata di richieste di rimborso; il governo USA interviene a sostegno della compagnia di assicurazione AIG (e si trova costretto ad ampliare e ristrutturare a più riprese il pacchetto di salvataggio nei mesi successivi).
18 settembre	Le banche centrali fronteggiano con misure coordinate la penuria di finanziamenti in dollari USA tramite il potenziamento o la creazione di linee di swap per \$160 miliardi; le autorità britanniche vietano la vendita allo scoperto di azioni finanziarie.
19 settembre	Il Tesoro USA annuncia garanzie temporanee per i fondi del mercato monetario; la SEC impone il divieto di vendita allo scoperto di azioni finanziarie; emergono i primi dettagli di un piano da \$700 miliardi del Tesoro USA per rimuovere le attività deteriorate dai bilanci bancari (Troubled Asset Relief Program, TARP).
25 settembre	Le autorità statunitensi assumono il controllo di Washington Mutual, la principale cassa di risparmio del paese, con attivi per circa \$300 miliardi.
29 settembre	La società di credito ipotecario britannica Bradford & Bingley è nazionalizzata; il gruppo bancario-assicurativo Fortis riceve iniezioni di capitale da tre governi europei; la società tedesca di credito ipotecario commerciale Hypo Real Estate ottiene una linea di credito con l'assistenza del governo; la banca USA Wachovia, in difficoltà, viene rilevata; il progetto TARP è bocciato dalla Camera dei Rappresentanti USA.
30 settembre	Il gruppo finanziario Dexia riceve un'iniezione di capitale pubblico; il governo irlandese annuncia l'estensione della garanzia a tutela di tutti i depositi, i <i>covered bond</i> e il debito senior e subordinato di sei banche del paese; durante le settimane successive altri governi adottano iniziative analoghe.
3 ottobre	Il Congresso USA approva la versione riveduta del piano TARP.
8 ottobre	Le principali banche centrali intraprendono una tornata di riduzioni coordinate dei tassi ufficiali; le autorità britanniche annunciano un ampio pacchetto di sostegno, che prevede iniezioni di capitale per le banche con sede nel Regno Unito.
13 ottobre	Le principali banche centrali annunciano congiuntamente misure tese a fornire disponibilità illimitate di dollari USA per allentare le tensioni sui mercati monetari; i governi dell'area dell'euro si impegnano a ricapitalizzazioni bancarie su scala sistemica; si ha notizia che il Tesoro USA intende investire \$125 miliardi per acquisire partecipazioni in nove importanti banche.
28 ottobre	L'Ungheria riceve un pacchetto di sostegno di \$25 miliardi dall'FMI e da altre organizzazioni multilaterali allo scopo di arginare i crescenti deflussi di capitali e attenuare le pressioni sul cambio.
29 ottobre	Per fronteggiare la perdurante stretta dei finanziamenti in dollari su scala mondiale, la Federal Reserve istituisce linee di swap con le autorità monetarie di Brasile, Corea, Messico e Singapore.
15 novembre	I paesi del G20 si impegnano ad adottare iniziative congiunte per migliorare la cooperazione, rilanciare la crescita internazionale e riformare i sistemi finanziari a livello mondiale.
25 novembre	La Federal Reserve vara un piano da \$200 miliardi per erogare prestiti a fronte di cartolarizzazioni di crediti al consumo e alle piccole imprese; stanza inoltre fino a \$500 miliardi per l'acquisto di obbligazioni e titoli assistiti da ipoteca (MBS) emessi dalle agenzie federali.
2009	
16 gennaio	Le autorità irlandesi assumono il controllo di Anglo Irish Bank; sulla falsariga dell'approccio già adottato per Citigroup in novembre, le autorità USA decidono di sostenere Bank of America acquistando azioni privilegiate e offrendo garanzie su un portafoglio di attività problematiche.

19 gennaio	Nel quadro di un piano generale di salvataggio per il settore finanziario, le autorità britanniche accrescono la partecipazione al capitale di Royal Bank of Scotland. Nelle giornate successive altre autorità nazionali adottano misure analoghe.
10 febbraio	Le autorità USA presentano un nuovo vasto piano di sostegno al settore finanziario, comprendente il Public-Private Investment Program (PPIP), che prevede l'acquisto di attività deteriorate fino a un massimo di \$1 trilione.
10 febbraio	I Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G7 ribadiscono l'impegno a utilizzare l'intera gamma di strumenti disponibili per sostenere la crescita e l'occupazione e rafforzare il settore finanziario.
5 marzo	La Bank of England vara un programma da circa \$100 miliardi per l'acquisto in via definitiva di attività del settore privato e di titoli di Stato per un periodo di tre mesi.
18 marzo	La Federal Reserve annuncia piani di acquisto di titoli del Tesoro a più lunga scadenza per un ammontare massimo di \$300 miliardi e un periodo di sei mesi e innalza i massimali per gli acquisti programmati di titoli collegati alle agenzie di credito federali.
23 marzo	Il Tesoro USA fornisce dettagli del PPIP proposto in febbraio.
2 aprile	Il comunicato del vertice del G20 annuncia iniziative comuni dei governi allo scopo di ripristinare la fiducia e la crescita, comprese misure di rafforzamento del sistema finanziario.
6 aprile	Il Federal Open Market Committee autorizza nuove linee di swap temporanee per lo scambio di liquidità nelle rispettive valute con la Bank of England, la BCE, la Bank of Japan e la Banca nazionale svizzera.
24 aprile	La Federal Reserve rende noti alcuni dettagli delle prove di stress effettuate per valutare la solidità finanziaria delle 19 maggiori istituzioni finanziarie USA, dichiarando che gran parte delle banche presenta livelli patrimoniali ben superiori ai requisiti di adeguatezza.
7 maggio	Il Consiglio direttivo della BCE decide in linea di principio che l'Eurosistema acquisterà <i>covered bond</i> in euro. Le autorità USA pubblicano i risultati delle prove di stress e individuano 10 banche con una carenza patrimoniale complessiva di \$75 miliardi, da colmare soprattutto attraverso aumenti di capitale.

Fonti: Bank of England; Federal Reserve Board; Bloomberg; *FinancialTimes*; *The Wall Street Journal*.

Tabella I Cronologia degli eventi principali della crisi (immagine di Banca dei Regolamenti Internazionali, op. cit.)

In tale analisi la crisi viene ripartita in cinque fasi (Grafico II).

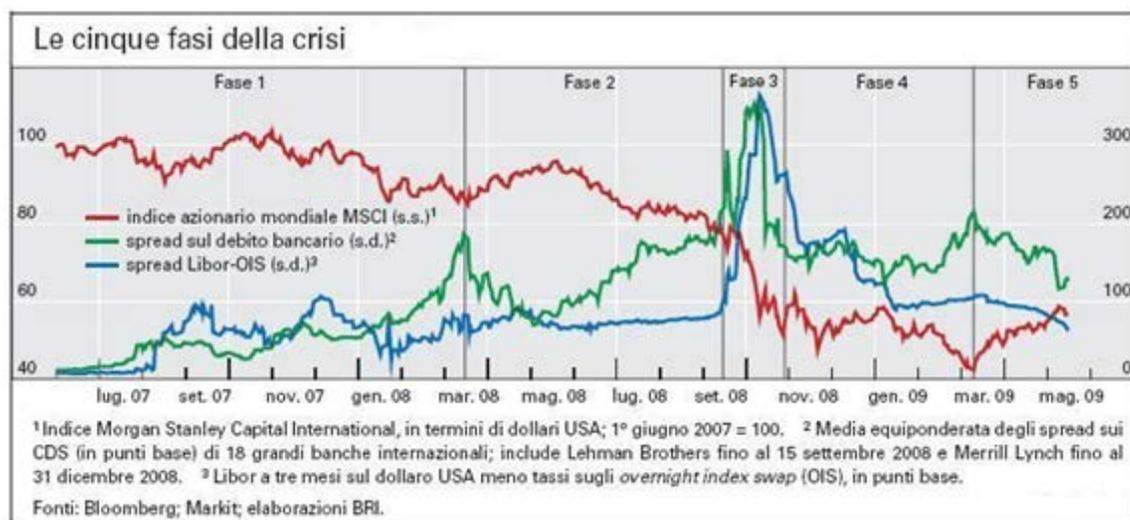


Grafico II Le cinque fasi della crisi (immagine di Banca dei Regolamenti Internazionali, op. cit.)

La prima fase ha inizio nel giugno 2007, quando l'incremento delle insolvenze sui mutui *subprime* americani porta al verificarsi di turbolenze. In quel periodo viene riconosciuta la ormai evidente difficoltà di negoziazione dei titoli frutto della cartolarizzazione dei mutui *subprime*, in particolare dei CDO (*Collateralized Debt Obligations*)³¹, dovuta allo scoppio della bolla immobiliare. Assistiamo dunque alla crisi degli intermediari che avevano usato i CDO come strumento di garanzia e alla svalutazione degli attivi delle banche in possesso di titoli *subprime*. Queste turbolenze, però, non rimangono circoscritte al mercato dei titoli *subprime*, ma si propagano anche ad altri mercati finanziari ad esso correlati, come il mercato del *private equity*³² e quello delle ABCP (*Asset-Backed Commercial Paper*)³³, dove entrano in crisi le SIV (*Structured Investment Vehicles*)³⁴, comportando altre perdite per gli istituti creditizi. A questo punto la Bce e la Fed si vedono costrette a ricorrere a forti immissioni di liquidità e ad adottare misure non convenzionali a fronte dello stato d'incertezza dei mercati interbancari. Così, nel marzo 2008, si conclude la prima fase.

Tra marzo e settembre 2008 assistiamo a quella che la Banca dei Regolamenti Internazionali definisce come seconda fase. In questo frangente le banche centrali e i governi sono costretti ad effettuare operazioni di salvataggio a causa di ingenti problemi di solvibilità degli intermediari, seguiti alla degenerazione dei problemi di finanziamento sorti nella prima fase. Negli Stati Uniti sono molti gli istituti che rischiano di raggiungere lo stato d'insolvenza e Bear Stearns, Fannie Mae e Freddie

³¹ I Cdo sono titoli obbligazionari (e più in particolare abs – *Asset-Backed Securities*) il cui portafoglio sottostante comprende crediti di vario tipo, tra cui mutui ipotecari.

³² Il *private equity* è un'attività finanziaria mediante la quale un investitore istituzionale rileva quote di una società *target* (obiettivo) sia acquisendo azioni esistenti da terzi sia sottoscrivendo azioni di nuova emissione apportando nuovi capitali all'interno della *target*.

³³ L'Abcp è un tipo di carta commerciale garantita da attività detenute dall'emittente; è tipicamente un strumento a breve termine, che matura tra 1 e 180 giorni dalla data di emissione e viene in genere rilasciato da una banca o altra istituzione finanziaria.

³⁴ Le Siv sono società utilizzate dalle banche per effettuare investimenti in attività finanziarie a lunga scadenza e altamente rischiose finanziati con emissioni di carta commerciale.

Mac vengono salvate da Fed e Tesoro statunitense. Più in generale, è possibile constatare come in questa fase le economie dei paesi industrializzati risultano in un periodo di rallentamento, mentre le economie emergenti mostrano segnali di continua crescita. In prossimità della fine di questa fase, la riduzione dei prezzi delle materie prime energetiche, in continuo rialzo nei mesi precedenti, alimenta la preoccupazione per la crisi economica e lascia da parte i timori per la crescita dell'inflazione.

Il fallimento della Lehman Brothers nel settembre 2008, a cui seguono il crollo della fiducia e la rapida diffusione della crisi, che diviene di natura sistemica, segna l'inizio della terza fase. Gli intermediari si adoperano al fine di ridurre il rapporto d'indebitamento che si riflette sull'economia reale attraverso una stretta creditizia. I governi si rendono conto che tutti gli interventi effettuati per contenere la crisi (l'immissione di liquidità delle banche centrali, l'accettazione di un maggior numero di titoli come garanzia e i salvataggi effettuati) non sono sufficienti a tale fine; quindi si reputa opportuno un cambiamento nelle strategie d'intervento adottate, che porta alla proposta di attuazione di piani straordinari atti a ridurre i titoli "tossici" in circolazione attraverso il loro riacquisto, a fornire un supporto agli intermediari concedendo garanzie pubbliche sulle loro passività e acquistando direttamente i titoli emessi e ad immettere capitali pubblici per stimolare l'economia. Tutti questi interventi portano, alla fine di ottobre del 2008, ad una modifica strutturale di molti sistemi finanziari; negli Stati Uniti, ad esempio, si assiste al dileguamento delle banche d'investimento, a causa del loro fallimento, con successiva fusione con altri intermediari o trasformazione in banche commerciali, mentre in Europa il caso più rilevante risulta quello dell'Islanda dove quasi tutto il sistema bancario viene nazionalizzato. Inoltre, le banche centrali vedono i propri bilanci gonfiarsi e, al fine di ridurre il rischio degli intermediari, sono costrette ad incorporarne in grandi quantità.

Solo tra la fine di ottobre e l'inizio di novembre del 2008 banche centrali e governi sono in grado di arginare il crollo della fiducia nei sistemi finanziari ed è proprio a questo punto che entriamo nella quarta fase. Da questo momento, però, assistiamo alla diffusione della crisi nei settori reali delle diverse economie con le conseguenti recessioni, che si verificano in tempi ed intensità diverse. Anche in questo periodo, come nella seconda fase, si hanno evidenti cali del prodotto nei paesi industrializzati, con picchi nell'ultimo trimestre del 2008 e nel primo dell'anno seguente, accompagnati da una continua crescita, seppure più lenta, dei paesi emergenti (Grafico II).

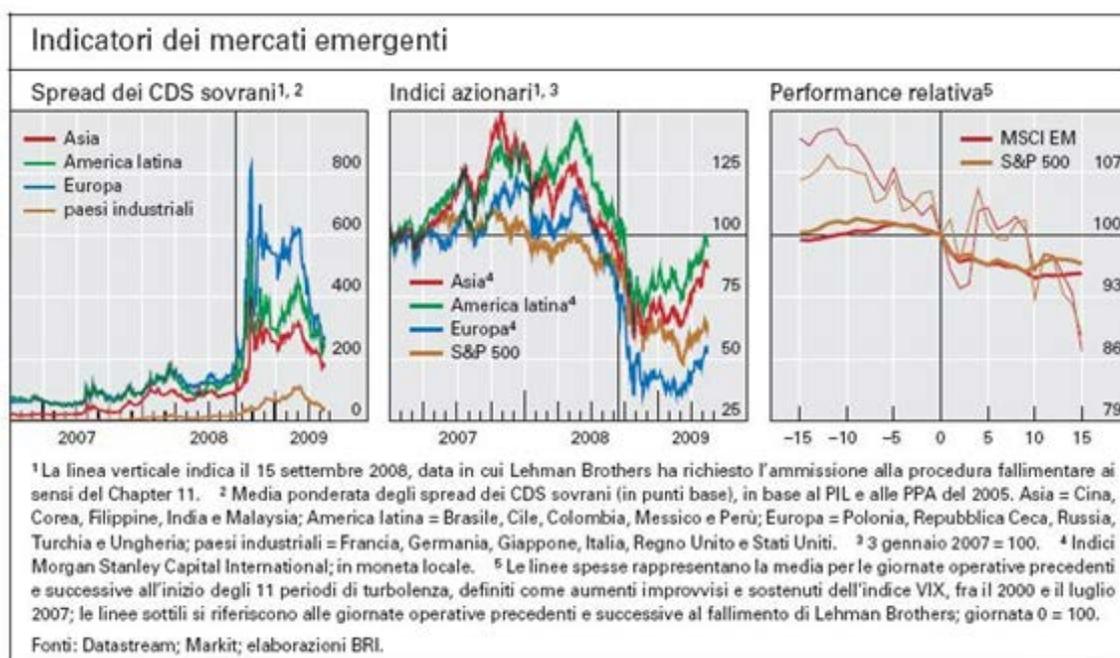


Grafico III Indicatori dei mercati emergenti (immagine di Banca dei Regolamenti Internazionali, op. cit.)

Banche centrali e governi continuano ad intervenire a sostegno del sistema bancario e finanziario attraverso misure di sostegno, ma, risultando tali operazioni insufficienti, esse si muovono per sostenere la domanda aggregata in maniera più diretta ed incisiva. Alla fine di questa fase il

quadro risulta piuttosto complesso in quanto, accanto ai cambiamenti strutturali dei sistemi finanziari, si verifica un aggravamento delle finanze pubbliche.

Infine, da aprile 2009, assistiamo ad una lenta ma progressiva ripresa delle economie a livello globale. A questo punto ha inizio un vivo confronto sulla riforma dei sistemi di regolamentazione e vigilanza sia a livello nazionale sia a livello sovranazionale attraverso sistemi di coordinamento. Comunque, nonostante il miglioramento della situazione, le istituzioni mantengono politiche espansive, anche se le banche centrali di molti paesi industrializzati iniziano gradualmente ad adottare misure volte alla ristrutturazione dei meccanismi straordinari istituiti durante le fasi precedenti.

2.3 La crisi finanziaria in Europa

Sebbene la crisi sviluppatasi a partire dal 2007 ha avuto origine negli Stati Uniti, essa si è propagata in Europa in maniera piuttosto rapida e ha colpito gran parte dei suoi Stati, seppur con intensità diverse.

In particolare, i primi segnali di crisi sono giunti in Europa dopo il fallimento della Lehman Brothers, quando è venuto alla luce il livello di indebitamento del sistema bancario islandese superiore di circa sei volte rispetto al prodotto interno lordo dello Stato. Nonostante l'intervento di nazionalizzazione attuato dal governo, però, data la gravità della situazione, è risultato necessaria l'azione del Fondo Monetario Internazionale³⁵ volta a sostenere l'economia islandese. Alcuni mesi dopo tale provvedimento, il primo ministro greco Papandreou annuncia le difficoltà economiche della Grecia, che vedono il rapporto tra deficit e Pil ben superiore al livello

³⁵ Il *Fondo Monetario Internazionale* è un'organizzazione composta da 186 Paesi volta, come previsto nell'articolo 1 dell'Accordo Istitutivo, a promuovere la cooperazione monetaria internazionale, facilitare l'espansione del commercio internazionale, promuovere la stabilità e l'ordine dei rapporti di cambio evitando svalutazioni competitive, dare fiducia agli Stati membri rendendo disponibili con adeguate garanzie le risorse del Fondo per affrontare difficoltà della bilancia dei pagamenti e, in relazione con i fini di cui sopra, abbreviare la durata e ridurre la misura degli squilibri delle bilance dei pagamenti degli Stati membri.

massimo imposto dal Trattato di Maastricht. Nonostante l'annuncio di provvedimenti da parte del governo, l'incertezza sullo stato del bilancio greco comporta la sfiducia sui mercati che si riflette in una riduzione della fiducia nell'euro, che vede progressivamente ridurre il proprio valore. Gli altri paesi europei, ed in particolare la Germania, decidono di non intervenire a sostegno della Grecia, rendendo la situazione sempre più difficile, finché nel maggio 2010 viene adottato un piano di aiuti al fine di evitare l'inevitabile fallimento della Grecia e la conseguente influenza sull'euro con ricadute su tutti gli altri paesi europei. Nello stesso periodo sono da collocare le elezioni in Gran Bretagna, che sanciscono l'inizio di una politica volta alla riduzione della spesa pubblica, e l'adozione di meccanismi straordinari da parte della Banca Centrale Europea al fine di tenere sotto controllo il livello d'inflazione nell'area dell'euro. A questo punto, data la mancanza di fiducia nei confronti dell'intera Eurozona, l'Unione Europea nell'estate 2010 ha condotto dei cosiddetti "stress test" con lo scopo di fornire una valutazione sulle banche europee per rassicurare i mercati in merito alla solvibilità dell'intero sistema; l'esito di tali test, però, non risulta particolarmente rilevante in quanto ha dato risultati positivi anche nei confronti delle banche islandesi a rischio di nazionalizzazione. Successivamente, abbiamo assistito all'assunzione di misure straordinarie nella maggior parte degli stati europei e, ancora oggi, la situazione risulta piuttosto instabile.

2.3.1 La crisi in Spagna

Per poter condurre un'analisi adeguata della crisi finanziaria verificatasi in Spagna dal 2008 risulta opportuno indagarne le origini; queste vanno ricercate nel crollo del mercato immobiliare.

In particolare, il governo spagnolo fu costretto fino al 2005 a ridurre i tassi d'interesse a lungo termine con l'obiettivo di rispettare i rigidi requisiti imposti dal trattato di Maastricht. In questo modo le imprese e i privati,

vedendo le proprie capacità d'indebitamento aumentare grazie alla possibilità di prendere a prestito a tassi inferiori, ricorsero sempre più frequentemente a prestiti bancari, specialmente per l'acquisto di immobili. L'aspetto anomalo di questo fenomeno riguarda soprattutto la figura degli stessi sottoscrittori; infatti, sono le generazioni più giovani di neolaureati che acquistano abitazioni prima di sposarsi, a differenza della tradizione spagnola che vede i ragazzi rimanere a casa fino al momento del matrimonio.

Aumentando dunque la domanda di immobili, il mercato delle costruzioni prosperò e, di conseguenza, accrebbe la necessità di manodopera delle imprese edili che provocò un innalzamento dell'immigrazione volta a soddisfare le necessità del mercato del lavoro spagnolo. Dunque, l'aumento della popolazione dovuto all'immigrazione crescente fece crescere ulteriormente il livello della domanda di immobili e così s'innescò un ciclo.

In questo periodo assistiamo da una parte al progressivo apprezzamento degli immobili dovuto all'aumento esponenziale del numero di prestiti e dall'altra all'incessante attività costruttiva delle imprese edili, incuranti del fatto che il mercato immobiliare sarebbe andato inevitabilmente incontro ad una fase di declino.

Dato il lasso di tempo che intercorre tra la progettazione e la conclusione della realizzazione dell'immobile, dal momento in cui nel 2007 assistiamo ad una progressiva riduzione della domanda nel mercato immobiliare e, conseguentemente, ad un ribasso dei prezzi, l'attività di costruzione rallenta repentinamente causando un esponenziale aumento della disoccupazione, in particolare tra gli immigrati giunti in Spagna per soddisfare la necessità di manodopera nel settore edile. In uno stato come la Spagna, dove i sussidi di disoccupazione sono consistenti, l'aumento del tasso di disoccupazione si è riflesso negativamente sul bilancio pubblico che, nello stesso tempo, ha subito un'ulteriore riduzione dovuta al calo del gettito fiscale, fortemente

dipendente dal settore immobiliare. Questa perdita ha portato la Spagna ad un deficit di bilancio tale da violare i limiti imposti dal Trattato di Maastricht.

2.3.1.1 Il ruolo del sistema bancario nella crisi

Il sistema bancario spagnolo è caratterizzato dalla copresenza di grandi gruppi bancari e *cajas*, banche di risparmio regionali. Generalmente queste ultime sono controllate dai politici regionali, non da azionisti come avviene nella pratica comune, e hanno una clientela diffusa tra le famiglie, le piccole e medie imprese e le organizzazioni non governative quali strutture sanitarie, associazioni ambientaliste e gruppi culturali. Prima della crisi le *cajas* erano relativamente non regolamentate; infatti, esse non erano tenute a divulgare notizie quali le garanzie sui prestiti o il rapporto prestito-valore, quindi erano solite concedere prestiti a coloro che venivano considerati debitori indesiderati dalle grandi banche. Questa assenza di regolamentazione impedì al governo spagnolo di rendersi conto della situazione finanziaria in cui vertevano questi istituti e, in particolare, dell'incidenza degli investimenti nel mercato immobiliare sul loro patrimonio.

Quando nel 2007 Santander e BBVA, due delle più grandi banche spagnole, iniziarono a ridurre le attività di concessione di crediti, gli investimenti da parte delle *cajas* nel settore immobiliare in declino non rallentò, tanto che nel 2009 esse possedevano più del 50% dei mutui del paese e i prestiti verso investitori immobiliari costituivano circa il 20% del loro patrimonio. Questa incontrollata attenzione al mercato immobiliare, accompagnato dalle carenze di regolamentazione, causò la paralisi delle *cajas* nel 2009, quando il mercato immobiliare crollò causando la bancarotta di molti debitori e l'esponentiale aumento di debiti inesigibili. Infatti, le *cajas* videro ridursi notevolmente le entrate derivanti da prestiti insoluti e aumentare i costi attribuibili alla bolla di questo sistema.

Giunti al 2009, quindi, oltre alle numerose compagnie di costruzioni già fallite per bancarotta, l'industria delle costruzioni era ancora in debito di diversi miliardi di euro nei confronti del sistema bancario spagnolo ed il governo si vide costretto ad intraprendere il suo primo piano di salvataggio per una *caja*. Questo atto venne accolto dagli investitori come un segnale di debolezza dell'intero settore finanziario spagnolo, seppure, come è stato evidenziato in precedenza, solo le *cajas* si trovavano in questa situazione, non le grandi banche spagnole; di conseguenza, calando la fiducia nel settore bancario spagnolo, le azioni bancarie crollarono e le banche necessitavano di maggior liquidità per fronteggiare la cosiddetta "corsa agli sportelli" (che si verifica quando un elevato numero di clienti di una banca prelevano contemporaneamente tutti i loro depositi per paura che la banca diventi insolvente) che ridusse drasticamente le disponibilità delle banche derivanti dai depositi. Questa catena di effetti sfociò nella necessità di ulteriori piani di salvataggio da parte del governo spagnolo che, se da un lato evitò la bancarotta degli istituti bancari, dall'altro rese sempre più debole la fiducia degli investitori.

Essendosi evidenziato con la crisi il vuoto legislativo in relazione alla regolamentazione delle *cajas*, il governo spagnolo ha recentemente imposto a tali istituti di rafforzare il proprio capitale, anche attraverso fusioni, imponendo altrimenti operazioni di nazionalizzazione. Non si sono risparmiate le proteste contro tale provvedimento per il timore che il sistema delle *cajas*, attraverso nazionalizzazioni e fusioni con altre banche quotate, vada man mano riducendosi fino a scomparire del tutto; il governo, però, preoccupandosi esclusivamente della ripresa del sistema finanziario spagnolo nel complesso, non sembra interessarsi della sopravvivenza delle *cajas*.

Inoltre, sono state introdotte ulteriori previsioni legislative per permettere al governo di avere sotto controllo la situazione del sistema delle *cajas* e per consentire una maggiore trasparenza di tali istituti. In particolare, sono state

introdotte delle regole riguardo le informazioni da divulgare sui prestiti concessi e la capitalizzazione degli istituti finanziari; essi devono possedere abbastanza equity da coprire almeno una percentuale, prevista ex lege, dei *risk-weighted assets* (ovvero attività, detenute da un'istituzione finanziaria, alle quali è stato assegnato un grado di rischio in modo da poter accantonare adeguate riserve) presenti in bilancio.

Oltre a ciò il governo spagnolo ha istituito nel 2009 il FROB (“*Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria*”) con l’obiettivo di erogare fondi per la ristrutturazione del sistema bancario. Tuttavia, per attingere a questi fondi, le banche devono seguire delle regole stabilite dal governo e sono tenute al rimborso dei prestiti erogati dal FROB. Nonostante l’attenzione dimostrata dal governo alla problematica esistente attraverso la costituzione di questo fondo, il ricorso da parte del sistema bancario spagnolo a tale aiuto finanziario si è rivelato tardivo ed estremamente ridotto.

Infine, il governo spagnolo si è visto costretto a ridurre la spesa pubblica attuando misure di austerità per rallentare l'aumento del disavanzo pubblico e per mostrare al mercato un contesto di ripresa economica al fine di attrarre nuovamente capitali.

Capitolo 3: IL CASO SPAGNOLO

3.1 Il ciclo immobiliare spagnolo

Dopo aver definito, nella prima parte di questo elaborato, il ciclo di mercato immobiliare come quel modello grafico che tende a mostrare le variazioni dei valori del mercato immobiliare in un intervallo di tempo, si procede ora all'analisi del contesto spagnolo.

È stato precedentemente evidenziato come il mercato immobiliare sia influenzato da mutamenti nel livello di attività economica, seppur con tempistiche variabili in relazione alle condizioni che si manifestano; questo ruolo causale, ricoperto dall'economia nel suo complesso, è dovuto all'influenza esercitata sulla domanda di beni immobiliari dalle necessità d'uso di imprese e famiglie. Quindi, a tale proposito, si intende approfondire la relazione che intercorre tra variabili economiche e variabili strettamente correlate al mercato immobiliare.

Innanzitutto è opportuno fornire una visione globale della situazione economica della Spagna nell'intervallo temporale in cui si intende svolgere l'analisi (1990-2008); a tale scopo, sono fornite successivamente le rappresentazioni grafiche di alcune tra le fondamentali variabili dell'economia nazionale.

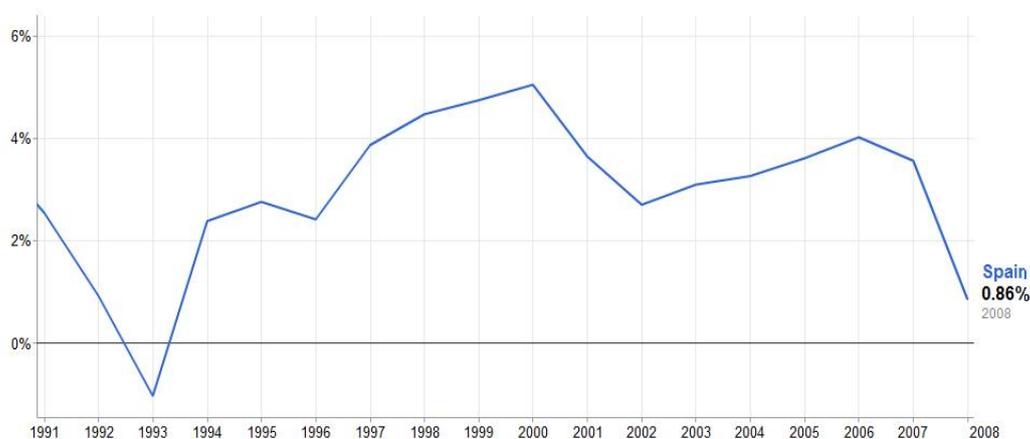


Grafico I Tasso di crescita reale del prodotto interno lordo (fonte: OECD)

Nel grafico I è possibile notare che la curva che descrive la variazione percentuale del prodotto interno lordo (PIL)³⁶ in Spagna segue un andamento di natura ciclica. Si noti infatti l'alternanza delle fasi: il rallentamento, fino al raggiungimento di valori anche negativi nel 1993; la ripresa, anche piuttosto rapida in periodi specifici quali quello tra il 1993 e il 1994; l'espansione, generalmente non immediata ma prolungata nel tempo; la stabilizzazione, che si concretizza successivamente in nuovi rallentamenti.

Tale indicatore macroeconomico descrive, seppur con diverse limitazioni metodologiche (superflue da trattare in questa analisi), l'andamento del sistema economico; quindi, dal grafico precedente, si può dedurre che intorno al 1993 il paese ha incontrato un periodo di forte rallentamento per poi riprendersi ed attraversare un decennio di relativa stabilità fino al 2007, quando la Spagna è stata investita dalla crisi attuale.

Dunque, studiamo un altro indice che fornisce una descrizione della condizione reddituale della popolazione: il reddito pro capite³⁷.

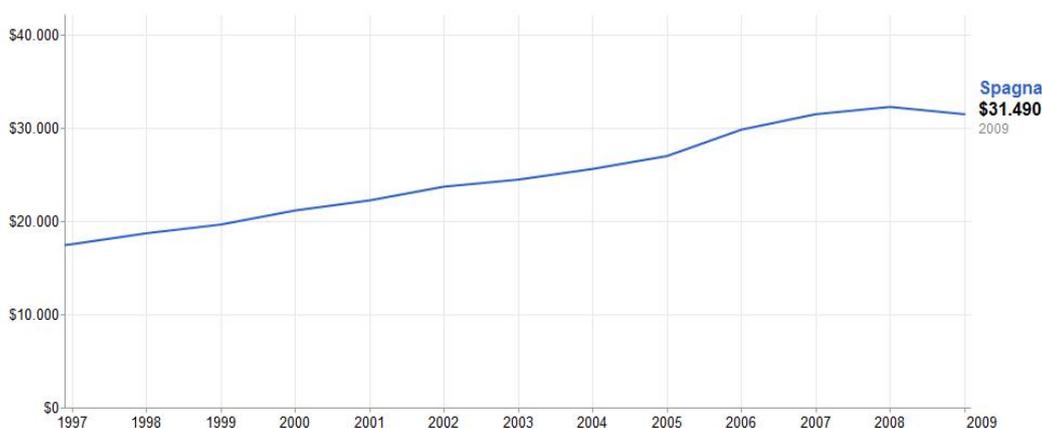


Grafico II Reddito nazionale lordo pro capite (fonte: Banca Mondiale)

³⁶ Il *PIL* (Prodotto Interno Lordo, in inglese *gross domestic product* o GDP) è una grandezza aggregata macroeconomica che esprime il valore di mercato di tutti i beni e i servizi finali prodotti nell'ambito di un sistema economico in un dato periodo di tempo; non viene quindi conteggiata la produzione destinata ai consumi intermedi, che rappresentano il valore dei beni e servizi consumati e trasformati nel processo produttivo per ottenere nuovi beni e servizi.

³⁷ Il *reddito pro capite* può essere definito come la quantità di PIL ipoteticamente posseduta in un certo periodo di tempo da un gruppo di persone; è spesso usato per misurare il grado di benessere della popolazione di un paese.

Il grafico consente di affermare che, nonostante un andamento tendenzialmente crescente di tale indice nel tempo, tra il 2008 ed il 2009 assistiamo ad un'inflessione dello stesso, proprio in concomitanza con la crisi; ciò significa che in questo periodo il benessere della popolazione spagnolo ha subito una diminuzione.

Proseguiamo a questo punto con la valutazione del tasso d'interesse a lungo termine³⁸ che ha svolto un ruolo determinante nel dare vita alla crisi.

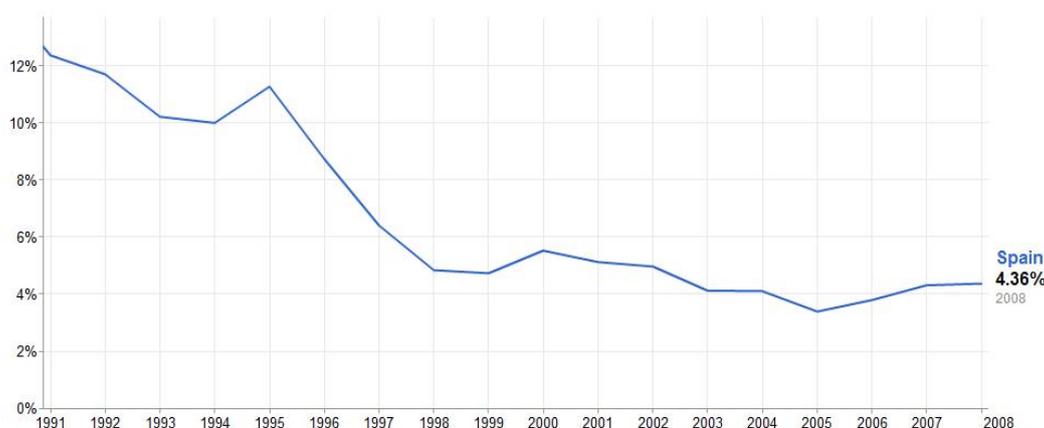


Grafico III Tasso d'interesse a lungo termine (fonte: OECD)

È evidente come il governo spagnolo abbia adottato una politica volta alla progressiva riduzione di tali tassi fino al 2005; tale strategia ha avuto come motivazione principale la necessità di rispettare il trattato di Maastricht, il quale prevede che "i livelli dei tassi di interesse a lungo termine [...] riflettano la stabilità della convergenza raggiunta dallo Stato membro"³⁹. Questa previsione implica che i tassi di interesse nominali a lungo termine non debbano superare di oltre il 2 % quelli dei tre Stati membri che hanno raggiunto i risultati migliori in ordine alla stabilità dei prezzi nell'anno precedente l'esame della situazione nello Stato membro in questione.

³⁸ In economia, il *tasso di interesse* rappresenta la misura dell'interesse su un prestito e l'importo della remunerazione spettante al prestatore; indica quindi il costo del denaro.

³⁹ *Trattato di Maastricht*, 1992.

Tale diminuzione, che rappresenta agli occhi dei consumatori un continuo calo del costo del debito, ha spinto le famiglie e le imprese ad indebitarsi massicciamente, in particolare al fine di acquistare beni immobili. Infatti, come risulta dal grafico seguente, si è riscontrato in Spagna tra il 2005 ed il 2006 un aumento dei prestiti ipotecari concessi.

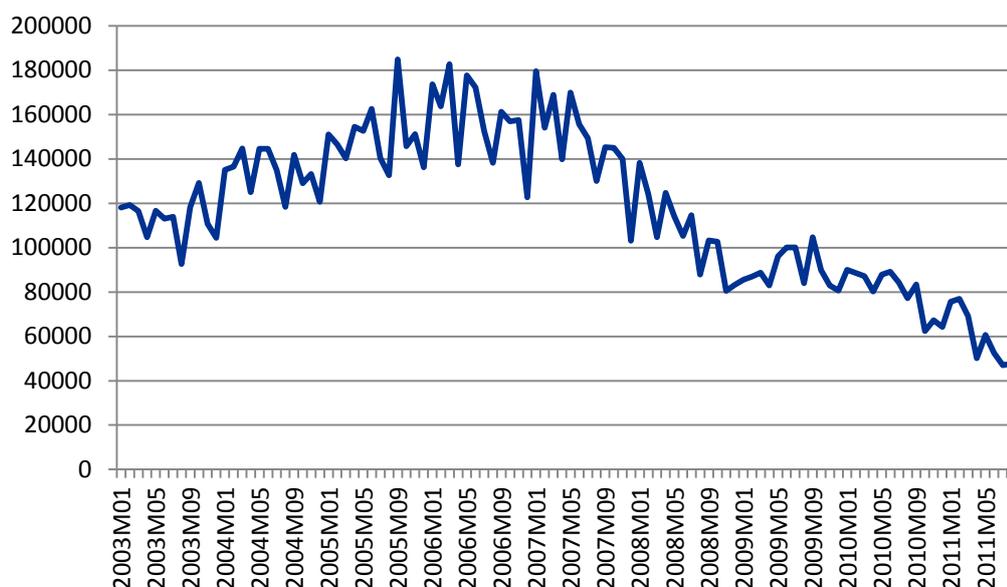


Grafico IV Numero di prestiti ipotecari (fonte: National Statistic Institute)

Il forte ricorso ai mutui ipotecari in questo periodo si concretizza in un aumento della domanda di beni immobili e, quindi, in una reazione del mercato delle costruzioni che procede alla realizzazione di fabbricati al fine di soddisfare tale domanda. Questo comporta effetti in due diversi settori: da un lato influisce sugli immobili, in quanto le nuove costruzioni ne accrescono il numero; dall'altro sulla popolazione, in quanto, essendo necessaria maggiore manodopera al fine di realizzare nuovi fabbricati, aumenta l'offerta di lavoro che attira anche gli stranieri comportando un aumento degli immigrati e quindi dell'intera popolazione.

Come risulta dal grafico seguente, il numero totale di edifici da realizzare in Spagna, infatti, risulta basso dopo la fase di rallentamento economico del

1993; poi si attesta su livelli man mano superiori nella fase di stabilità economica successiva, raggiungendo il suo picco massimo attorno alla fine del 2006, subito prima della bolla immobiliare che ha condotto alla recessione; tra il 2007 ed il 2008, periodo in cui la crisi inizia ad esplicare i suoi primi effetti, assistiamo ad un crollo repentino di tale indicatore. È bene sottolineare, inoltre, come l'andamento degli edifici non residenziali risulti del tutto estraneo alle vicende economiche mantenendo un andamento quasi lineare.

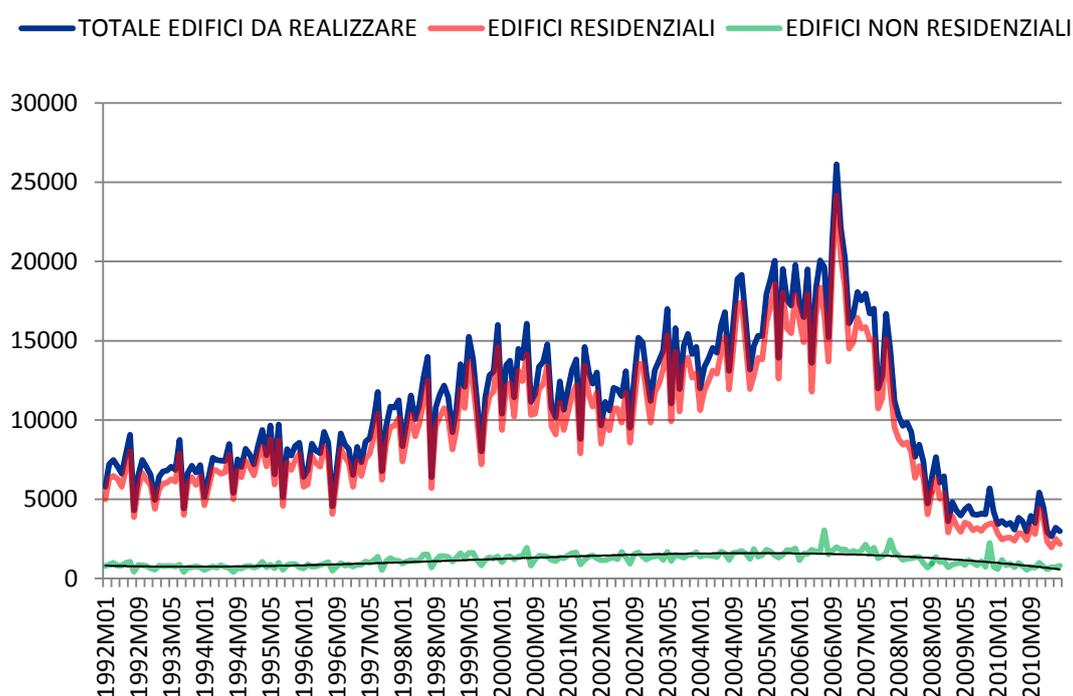


Grafico V Numero di edifici da realizzare (fonte: National Statistic Institute)

Dato però il ritardo temporale che intercorre tra la commissione di un progetto e la completa realizzazione dello stesso, notiamo come il numero di abitazioni completate risulti massimo tra la seconda metà del 2007 e la prima metà del 2008.

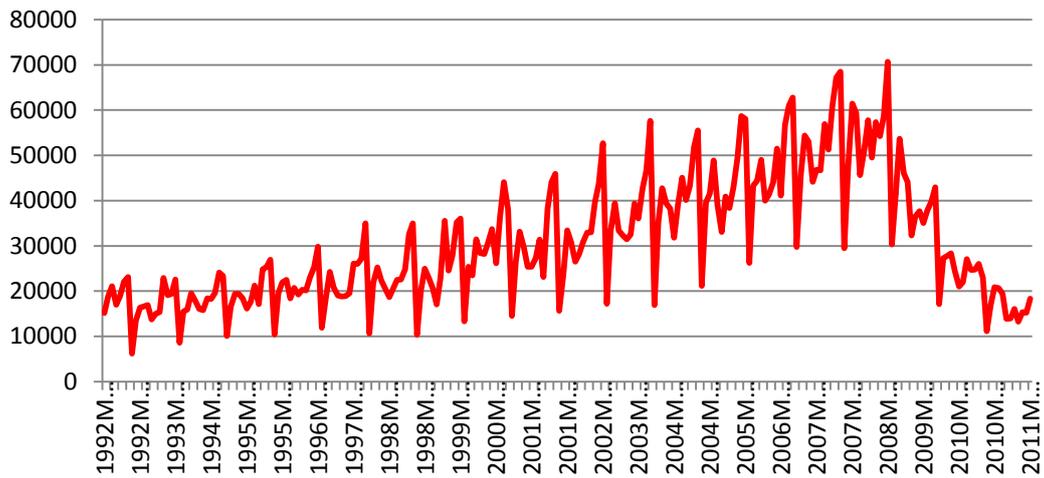


Grafico VI Numero di abitazioni completate (fonte: National Statistic Institute)

Per quanto riguarda, invece, l'effetto sulla popolazione, osserviamo come essa cresca più o meno costantemente nel tempo, anche nei periodi di recessione, intorno al 1993 e tra il 2006 e il 2008.

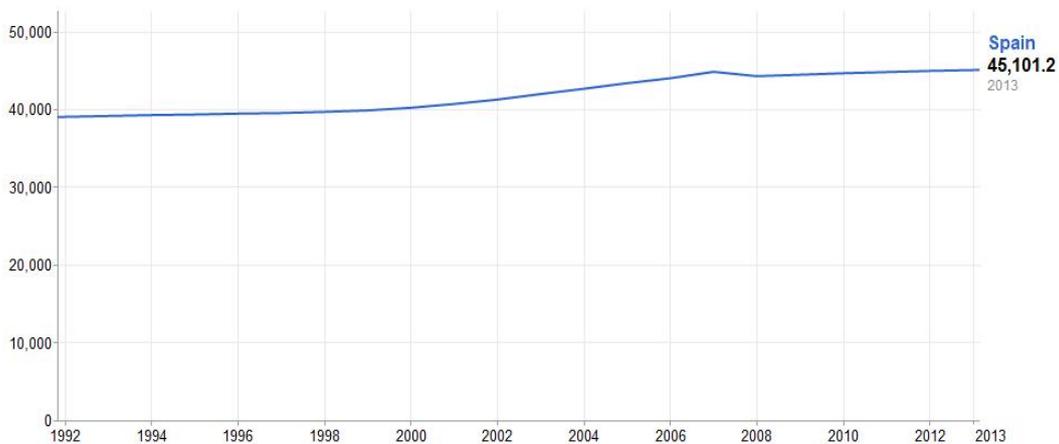


Grafico VII Popolazione (fonte: OECD)

Il dato che risulta rilevante, infatti, non è costituito dalla crescita della popolazione in generale, bensì dall'aumento della popolazione straniera (di cui non è stato possibile reperire dati relativi al periodo di recessione verificatosi intorno al 1993).

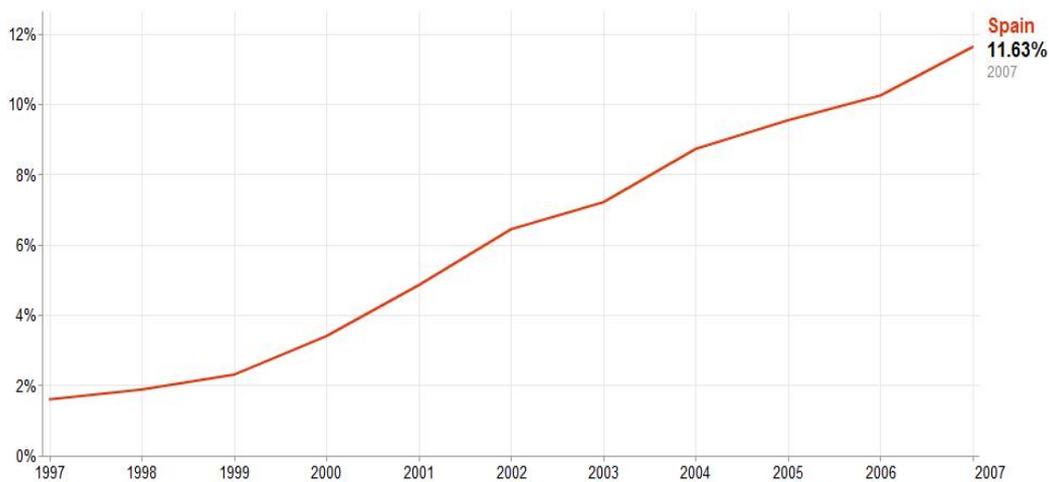


Grafico VIII Popolazione straniera (fonte: OECD)

Si noti come, nell'ultimo decennio, si è assistito ad un continuo aumento della popolazione straniera in Spagna e, solo tra il 2006 ed il 2007, esso risulta pari circa al 2%.

Infine, per concludere l'analisi, studiamo il prezzo delle abitazioni.

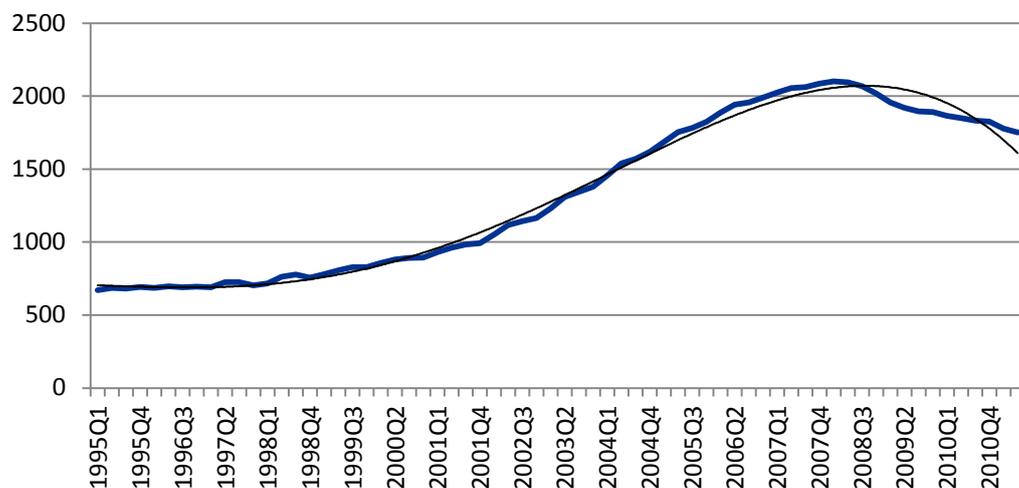


Grafico IX Prezzi delle abitazioni (al m²) (fonte: National Statistic Institute)

Il grafico dimostra, in particolare, la veridicità empirica dei cicli immobiliari teoricamente analizzati. Infatti, ponendo a confronto il modello

teorico e le rilevazioni del National Statistic Institute, sono ravvisabili evidenti somiglianze nell'andamento delle curve.

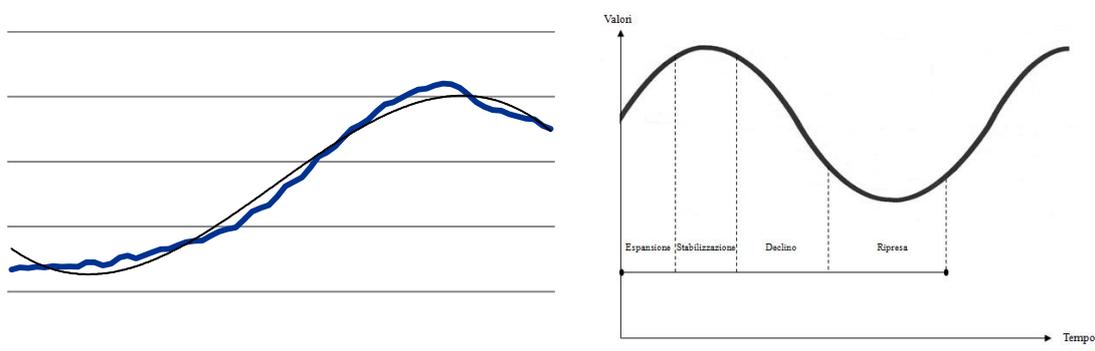


Figura I Confronto tra modello empirico e teorico dei cicli immobiliari

Infatti, è possibile distinguere all'interno del ciclo spagnolo il susseguirsi di una fase di ripresa (1995-2001), una di espansione (2002-2005), una di stabilizzazione (2006-2008) ed, infine, l'inizio di quella di declino (dopo il 2008). Se, infine, si pone a confronto tale andamento con quello della variazione del prodotto interno lordo prima descritto (Grafico I), si comprende fino in fondo che la reazione del mercato immobiliare a cambiamenti economici risulta posteriore di alcuni anni alla manifestazione degli stessi ma, in linea di massima, i due mercati seguono lo stesso trend.

3.2 Cicli immobiliari a confronto

Procediamo a questo punto ad un'analisi comparativa tra la Spagna ed alcuni altri stati, europei e non, al fine di indagare la rilevanza del mercato immobiliare durante la crisi nei diversi sistemi.

A tale scopo risulta opportuno condurre in primo luogo un'indagine sulle condizioni economiche degli stati analizzati ed in secondo luogo sui cicli immobiliari degli stessi.

3.2.1 Il ciclo immobiliare spagnolo e quello inglese

Poniamo innanzitutto a confronto il sistema economico spagnolo e quello inglese nelle loro variabili più rilevanti ai fini della nostra analisi (prodotto interno lordo e tasso d'interesse a lungo termine).

La crescita del prodotto interno lordo, come è possibile osservare nel grafico seguente, risulta costantemente maggiore in Spagna e segue andamenti abbastanza diversi nei due Stati: infatti, in Spagna il tasso risulta sempre crescente fino al 2007 per poi calare drasticamente; nel regno Unito, invece, tale percentuale rimane più o meno costante fino al 2007, quando subisce un'inflexione rilevante.



Grafico X Tasso di crescita reale del prodotto interno lordo (fonte: OECD)

Analizziamo dunque il reddito pro capite; nel Regno Unito, come in Spagna, esso ha continuato ad avere un andamento crescente fino al 2008, quando è entrato in una fase di rallentamento.

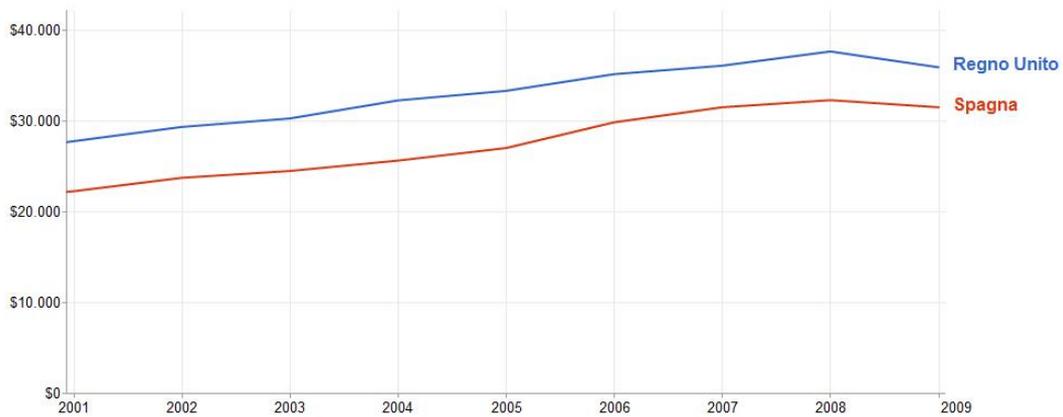


Grafico XI Reddito nazionale lordo pro capite (fonte: Banca Mondiale)

Per quanto riguarda i tassi d'interesse a lungo termine, è bene notare come, se in Spagna sono calati fino al 2005 per poi tornare ad aumentare, nel Regno Unito sono rimasti più o meno costanti tra il 2001 ed il 2008.



Grafico XII Tasso d'interesse a lungo termine (fonte: OECD)

Infine, analizziamo il mercato immobiliare in relazione ai prezzi delle abitazioni. Dal grafico successivo vediamo che il mercato immobiliare inglese segue con le stesse tempistiche quello spagnolo.

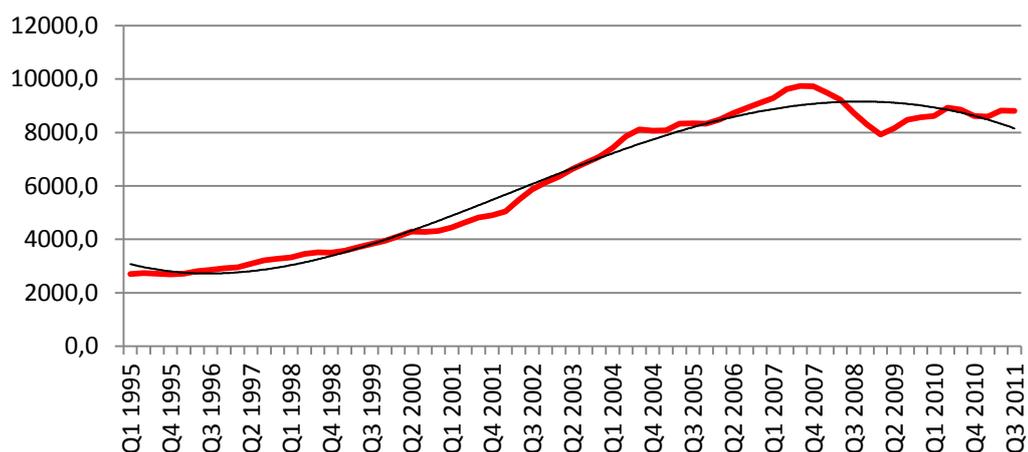


Grafico XIII Prezzi delle abitazioni (indice Nationwide) (fonte: Nationwide Building Society)

Le motivazioni che hanno portato allo scoppio della bolla immobiliare intorno al 2007 nei due paesi, però, risultano diverse: mentre in Spagna la causa scatenante è stata strettamente legata al calo progressivo dei tassi d'interesse, nel Regno Unito, nonostante i tassi siano stati mantenuti più o meno costanti (Grafico XII), lo scoppio della bolla creditizia - dovuta alla diffusione di *private-label mortgage-backed securities*⁴⁰ - ha comportato l'aumento dei prestiti che si è riflesso sulla domanda di immobili; l'effetto, inoltre, è stato amplificato dal cosiddetto *property ladder*⁴¹ accompagnato da un aumento del reddito pro capite (Grafico XI) meno che proporzionale rispetto all'innalzamento dei prezzi delle abitazioni.

Per concludere è necessario porre attenzione alla relazione tra l'andamento dell'economia e del mercato immobiliare per il Regno Unito; anche in questo paese, come in Spagna, i due trend risultano seguire la stessa evoluzione seppur con un certo lag temporale.

⁴⁰ Le *private-label mortgage-backed securities* sono obbligazioni ipotecarie non avallate da alcuna agenzia.

⁴¹ Con il termine inglese *property ladder* si usa descrivere nel Regno Unito quel fenomeno che vede individui e famiglie "progredire" nell'acquisto di abitazioni passando da quelle economiche a quelle via via più costose.

3.2.2 Il ciclo immobiliare spagnolo e quello americano

Procediamo dunque ad un'analisi comparativa del mercato immobiliare in Spagna e negli Stati Uniti attorno alla crisi iniziando dall'osservazione delle due diverse economie.

Innanzitutto, notiamo che negli Stati Uniti il tasso di crescita del prodotto interno lordo inizia la sua fase di rallentamento già nel 2004, mentre in Spagna ciò avviene solamente nel 2006.

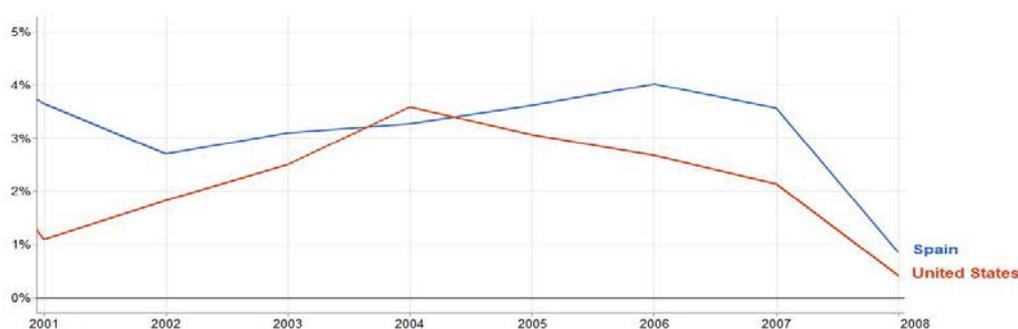


Grafico XIV Tasso di crescita reale del prodotto interno lordo (fonte: OECD)

Per quanto concerne i tassi d'interesse, mentre, come abbiamo visto, in Spagna calano progressivamente fino al 2005 per poi rialzarsi, negli Stati Uniti questi si mantengono in un intervallo di variazione di circa l'1% fino al 2007 quando, nel momento della crisi, la Fed prende provvedimenti straordinari al fine di limitare gli effetti negativi causati dalla fase recessiva.

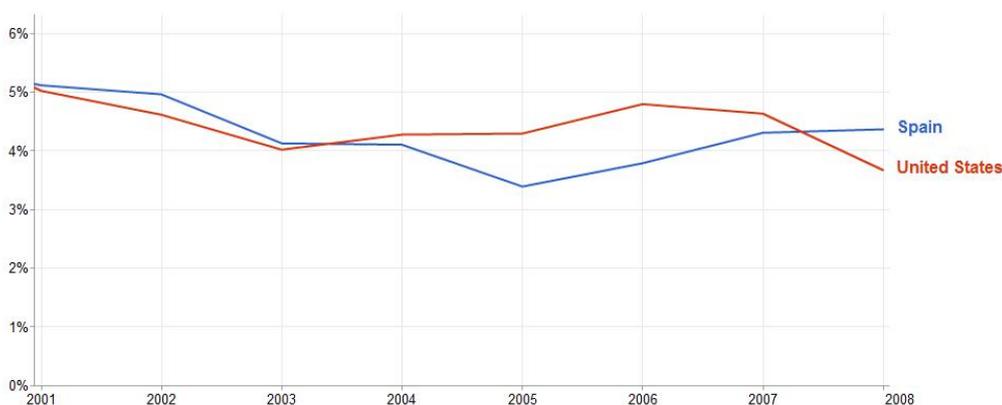


Grafico XVI Tasso d'interesse a lungo termine (fonte: OECD)

Per concludere, valutiamo l'andamento del mercato immobiliare.

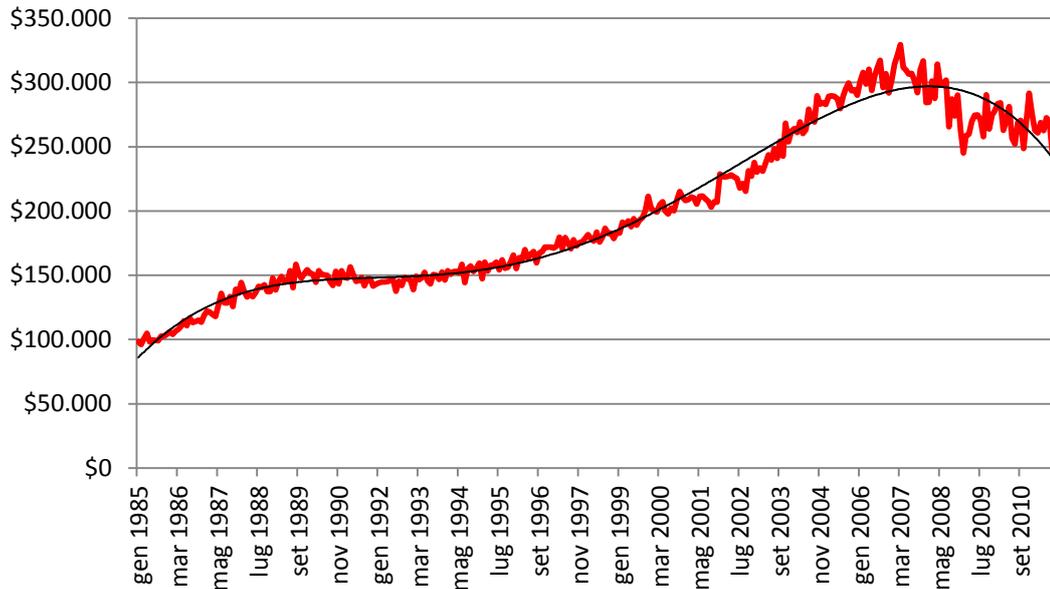


Grafico XVII Prezzi medi delle abitazioni vendute (fonte: US Census)

Il grafico precedente descrive come il ciclo immobiliare negli Stati Uniti differisca profondamente da quello in Spagna, in relazione sia all'andamento che alla tempistica. Infatti, mentre quello spagnolo vede susseguirsi consecutivamente le fasi di espansione, stabilizzazione, declino e ripresa, il mercato statunitense vede, dopo la stabilizzazione della fine degli anni '80, non un declino, come previsto dal modello, bensì una ripresa che porta ad una fase di espansione agli inizi del 2000. Inoltre, nel caso statunitense la bolla immobiliare inizia a svilupparsi dopo il 2005, prima rispetto alla Spagna; questa rilevazione fornisce un riscontro empirico di quanto si è affermato nel capitolo precedente riguardo alle origini della crisi che vanno ricercate proprio negli Stati Uniti.

Più precisamente, la larga diffusione dei mutui *sub-prime*, favorita dalla disintermediazione del mercato del credito, ha comportato un aumento del tasso di pignoramento dovuto all'insolvenza dei creditori che si è

rapidamente riflesso sui mercati finanziari intimoriti dall'incidenza di tali titoli sui patrimoni dei diversi istituti.

Concludendo, constatiamo come, anche in tale caso, il trend del mercato immobiliare segua quello dell'intera economia con un andamento simile ma con un certo ritardo temporale.

3.2.3 Il ciclo immobiliare spagnolo e quello tedesco

Studiamo dunque un paese che non ha visto lo sviluppo di alcuna bolla immobiliare nel corso della crisi attuale: la Germania.

Come nei casi precedenti ci soffermeremo innanzitutto sul contesto economico per poi rivolgere la nostra attenzione al mercato immobiliare.

Focalizzando la nostra analisi sulla variazione del prodotto interno lordo, osserviamo che la Germania ha seguito un trend abbastanza diverso rispetto alla Spagna. Infatti, nel primo paese assistiamo ad un rallentamento più consistente tra il 2000 ed il 2003 seguito da un rialzo non lineare nei tre anni successivi per poi rilevare un'ulteriore inflessione; nel secondo, invece, si vede un rialzo tendenzialmente lineare fino al 2006 e poi un declino sostanziale, largamente superiore a quello tedesco.

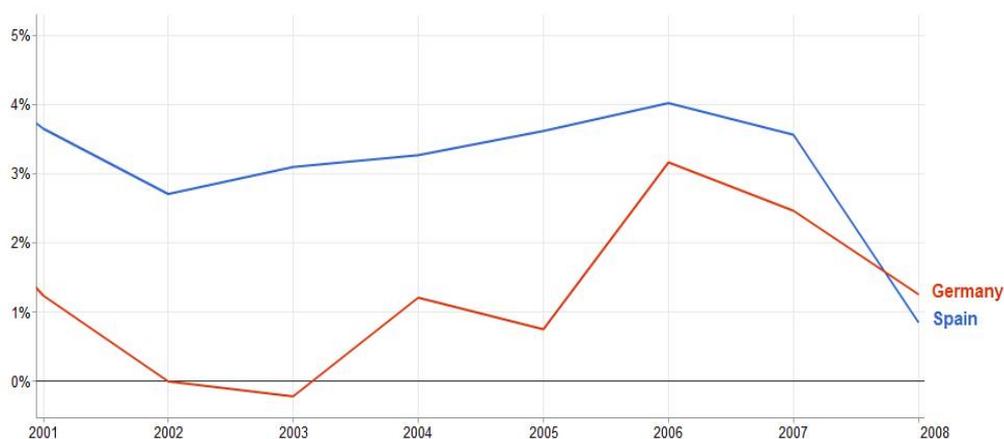


Gráfico XVIII Tasso di crescita reale del prodotto interno lordo (fonte: OECD)

Analizziamo ora l'andamento dei tassi d'interesse. Anche in Germania, come in Spagna, assistiamo ad un decremento dai primi anni 2000 fino al 2005 seguito da un innalzamento nel periodo successivo.



Grafico XIX Tasso d'interesse a lungo termine (fonte: OECD)

Questa rilevazione potrebbe condurci ad affermare che anche in Germania questo fattore abbia contribuito allo sviluppo di una bolla immobiliare, come è avvenuto per la Spagna; invece, lo scenario immobiliare che si è delineato in questo paese risulta completamente differente rispetto a quello spagnolo. Infatti in Germania non abbiamo assistito ad una consistente fluttuazione dei prezzi nel periodo di diffusione della crisi in quanto il fenomeno dello spostamento residenziale, largamente diffuso in paesi quali la Gran Bretagna e gli Stati Uniti, risulta del tutto assente in questo paese. I tedeschi tendono ad acquistare un'abitazione e ad occuparla per tutta la vita, questo anche per motivi di tassazione progressiva prevista per le plusvalenze sui trasferimenti di immobili⁴²; tale tipologia di tassazione è prevista, tra i paesi trattati in questo studio, solo in Germania ed in Italia⁴³.

⁴² La tassazione progressiva delle plusvalenze sui trasferimenti di immobili prevede che se si vende un immobile entro i dieci anni successivi all'acquisto il venditore è obbligato a pagare una somma relativa all'aumento di valore dell'immobile stesso.

⁴³ L'andamento del mercato immobiliare italiano e i riflessi sul sistema finanziario, Banca d'Italia, 2009.

3.2.4 Il ciclo immobiliare spagnolo e quello italiano

Iniziamo con l'analisi economica dei due paesi. Per quanto concerne il tasso di crescita del prodotto interno lordo essi seguono due andamenti non propriamente simili; infatti, l'Italia mostra tassi costantemente inferiori a quelli spagnoli e, nonostante in entrambi i casi il calo drastico si verifichi dal 2006, per i quattro anni successivi al 2002 il prodotto interno lordo italiano registra diverse variazioni sia a rialzo che a ribasso, a differenza di quello spagnolo che cresce con una certa regolarità.

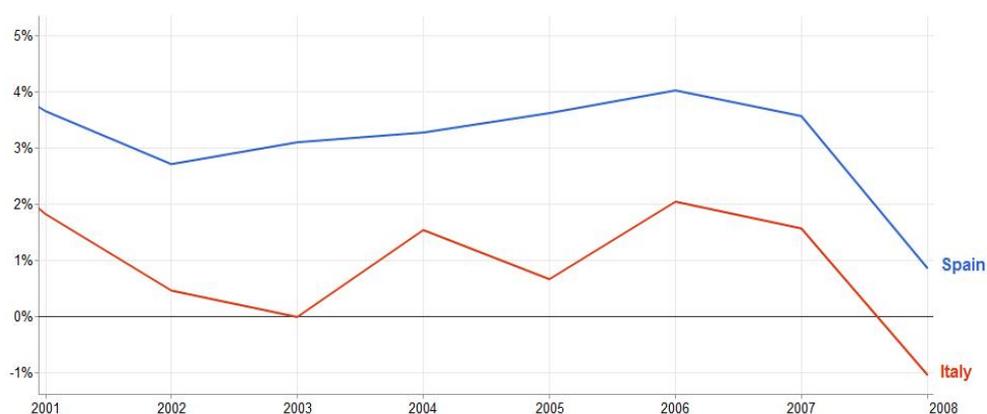


Grafico XX Tasso di crescita reale del prodotto interno lordo (fonte: OECD)

Per quanto riguarda i tassi d'interesse, invece, il comportamento dei due paesi risulta quasi identico, come è evidente dal grafico seguente.

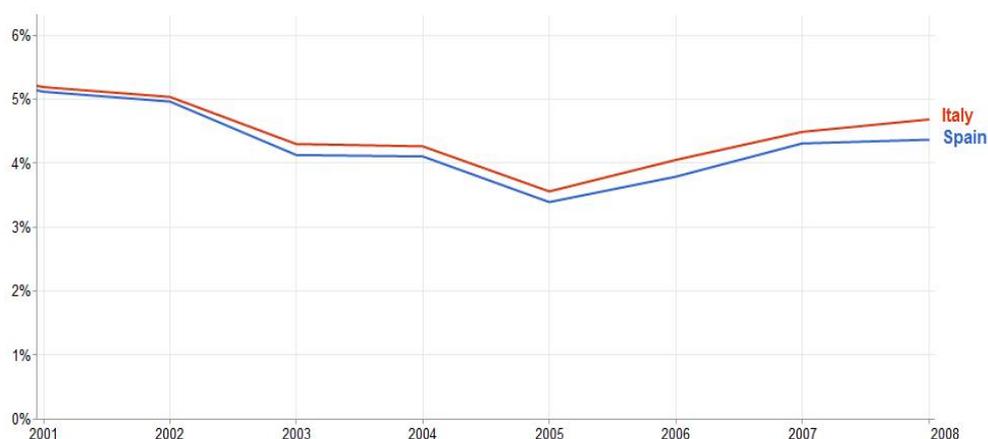


Grafico XXI Tasso d'interesse a lungo termine (fonte: OECD)

Rivolgiamo dunque l'analisi al mercato immobiliare con riferimento ai prezzi delle abitazioni.

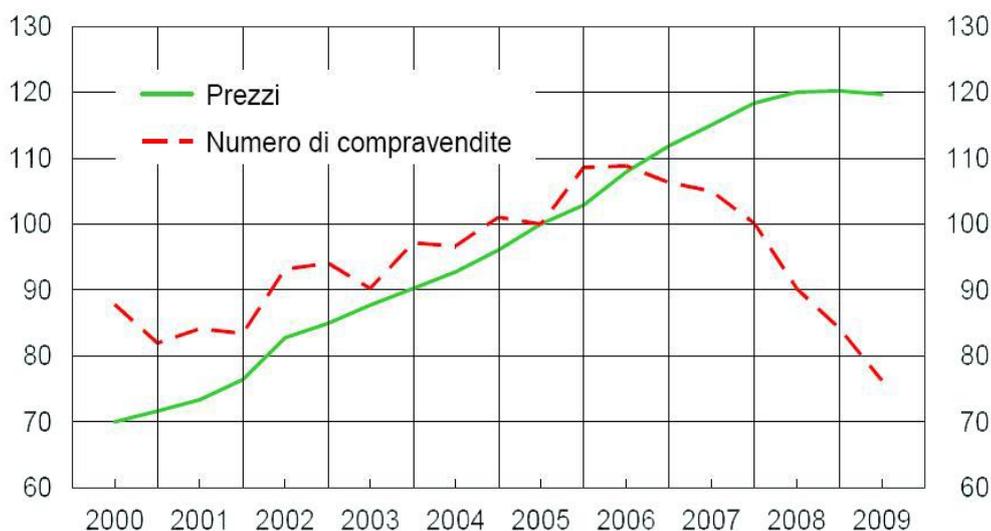


Grafico XXII Compravendite e prezzi delle abitazioni (fonte: Banca d'Italia)

L'andamento dei prezzi delle abitazioni in Italia ed in Spagna risulta molto simile nel breve periodo: il picco viene raggiunto nel 2008 ed è seguito da un calo che si protrarrà nel tempo; inoltre, in entrambi i paesi si è verificata una diffusione della bolla immobiliare non uniforme ma a macchia di leopardo, con rilevanza particolare nelle grandi città. Se, però, andiamo ad analizzare il lungo periodo notiamo sostanziali differenze.

Infatti, come appare dal grafico seguente, in Italia il mercato immobiliare ha visto crescere costantemente i prezzi nel tempo dagli anni '70, ad eccezione di un minimo rallentamento alla fine del 1993. In Spagna, invece, abbiamo osservato che esso segue un andamento ciclico (Grafico IX) con l'alternanza di fasi di espansione, stabilizzazione, declino e ripresa.

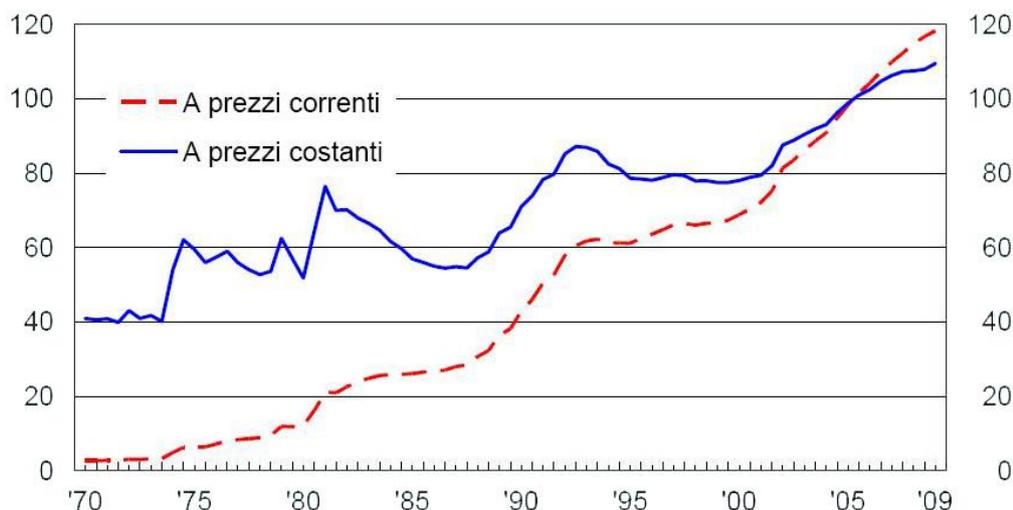


Grafico XXIII Il ciclo dei prezzi delle abitazioni (fonte: Banca d'Italia)

Dunque, dopo aver dimostrato empiricamente che solo durante la crisi attuale il settore immobiliare dei due paesi ha reagito in maniera simile, si ritiene utile indagare anche l'andamento dell'economia italiana nel lungo periodo per analizzare in maniera più consona e dettagliata il comportamento del mercato immobiliare.



Grafico XXIV Tasso di crescita reale del prodotto interno lordo (fonte: OECD)

Solo a questo punto si può affermare che in Italia l'andamento del mercato immobiliare non è strettamente legato a quello del tasso di crescita del prodotto interno lordo, come invece avviene nel caso della Spagna.

In conclusione, dunque, abbiamo verificato che diversi paesi hanno assistito allo scoppio di una bolla immobiliare all'interno del proprio sistema economico durante la crisi attuale, eccezion fatta per la Germania che risulta del tutto estranea a tale dinamica. In particolare, abbiamo dimostrato che in Spagna economia e mercato immobiliare tendono a seguire lo stesso andamento ciclico con un lieve ritardo temporale, così come negli Stati Uniti e nel Regno Unito; ciò, invece, non accade in Italia dove i due seguono trend differenti.

CONCLUSIONE

La presente trattazione si è posta l'obiettivo di analizzare il comportamento del mercato immobiliare in Spagna, con particolare attenzione alle sue dinamiche nel contesto della crisi finanziaria verificatasi a partire dal 2007.

A tale fine è stato necessario avere una conoscenza specifica del mercato immobiliare in tutti i suoi aspetti; abbiamo visto come l'andamento ciclico che descrive le variabili di tale mercato è dovuto all'intervallo di tempo che intercorre tra la variazione di domanda di beni immobili e la reazione degli altri settori ad esso connessi, tra cui quello dell'edilizia. Inoltre, sono stati analizzati i nuovi strumenti diffusi in tale mercato a seguito della finanziarizzazione dell'economia, che hanno svolto un ruolo fondamentale nella nascita e nella propagazione della crisi attuale; infatti, è stato dimostrato che l'eccessivo ricorso alle operazioni di cartolarizzazione e la continua frammentazione dei titoli emessi e fatti confluire in altri titoli ha reso sempre più difficile la comprensione della composizione di questi e, proprio questo, ha comportato la diffusione della crisi.

Oltre a ciò, allo scopo di condurre l'analisi oggetto di questo elaborato, è risultato necessario descrivere la crisi nelle sue fasi principali, dall'origine negli Stati Uniti, con le insolvenze sui mutui *subprime*, alle ripercussioni sull'economia europea, con attenzione principale agli effetti sulla Spagna, dove le difficoltà incontrate nel settore bancario locale hanno avuto ripercussioni consistenti sul settore immobiliare ad esso strettamente correlato.

Infine, è stato verificato che l'andamento ciclico del mercato immobiliare teorizzato ha un riscontro empirico in Spagna ed è stato possibile evidenziare come tale andamento risulti strettamente correlato a quello dell'economia nel suo complesso, come avviene anche nel Regno Unito e negli Stati Uniti. In particolare, dall'analisi condotta si evincono alcune

carenze strutturali del modello di crescita spagnolo che rendono fragile il sistema economico nel suo complesso, e più nel dettaglio il settore immobiliare, a causa della mancanza di una tradizione industriale radicata, tipica invece di paesi quali la Germania e l'Italia, e della stagnazione della produttività del lavoro a cui si è assistito nell'ultimo decennio che, accompagnata dal rapido aumento dei salari, ha innalzato il costo unitario del lavoro causando inefficienze produttive.

Inoltre, questo elaborato ha evidenziato che il mercato immobiliare spagnolo è andato incontro ad una fase critica a causa della massiccia influenza esercitata dalle aspettative di rialzo dei prezzi delle abitazioni; infatti, se in linea teorica le variazioni nell'offerta di beni sono guidate dalle variazioni nel livello di domanda, nel caso esaminato l'aumento dell'offerta è stato causato dalla previsione di un innalzamento costante del livello dei prezzi. Questo ha comportato uno sfasamento degli equilibri tra domanda e offerta che si è manifestato attraverso lo scoppio della cosiddetta bolla immobiliare.

BIBLIOGRAFIA

BALL M., *European housing review 2010*, RICS, 2010.

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *79^a relazione annuale*, Basilea, giugno 2009.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino economico*, (vari numeri).

BBVA Research, *Real estate watch Spain*, giugno 2009.

BORGHI A., *Finanza Immobiliare. Il Mercato, la Valutazione, gli Strumenti e le Tecniche di Finanziamento*, EGEA Editore, 2009.

BRISCHETTO M., PAVAN A., PICCO C., VISCONTI DI MASSIMO U., *La stima degli immobili ordinari, speciali e dei beni pubblici*, Maggioli Editore, 2006.

BREALY R., MYERS S., *Principi di finanza aziendale*, Milano, 1993.

CACCIAMANI C., *Real Estate. Economia, diritto e finanza immobiliare*, Egea, Milano, 2008.

CESARINI F., *Banca e finanza immobiliare. Valorizzazione dei patrimoni e innovazione finanziaria: spin-off, fondi e cartolarizzazione*, Bancaria editrice, Roma, 2003.

CRESCENZI A. et al., *La crisi mondiale. Storia di tre anni difficili*, LUISS University Press, Roma, 2010.

DEGENNARO E., *La finanziarizzazione del mercato immobiliare*, Cacucci, Bari, 2008.

D'APICE V., FERRI G., *La crisi finanziaria internazionale innescata dai mutui subprime*, in "Rivista Bancaria", n. 6, novembre-dicembre 2008.

- D'APICE V., FERRI G., *L'instabilità finanziaria: dalla crisi asiatica ai mutui subprime*, Carocci, 2009.
- DI PASQUALE D., WHEATON W., *Urban Economics and real estate markets*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N. Jersey, 1996.
- FITOUSSI J., *After the crisis: the way ahead*, LUISS University Press, Roma, 2010.
- GAETA L., *Il seme di Locke Interpretazioni del mercato immobiliare*, Franco Angeli, Milano, 2004.
- GELTNER D., MILLER N.G., *Commercial real estate analysis and investments*, Prentice Hall, London, 2000.
- GERVASONI A. et al., *Osservatorio sul mercato immobiliare. La finanza immobiliare in Italia e in Europa*, Camera di commercio di Milano.
- GIANNOTTI C., *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano, 2004.
- HARRINGTON C., *The spanish financial crisis*, aprile 2011.
- LENZ R., *Crisis in the Eurozone: financial management without a financial policy*, Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlino, 2011.
- JAFFE A., SIRMANS C.F., *Fundamentals of real estate investment*, Prentice Hall, U.S.A., 1989.
- MANKIW N. G., TAYLOR M. P., *Macroeconomia*, Zanichelli, 2009.
- MINISTERIO DE FOMENTO, *El ajuste del sector inmobiliario español*, 2011.
- NADOTTI L. et al., *Economia degli intermediari finanziari*, Mc Graw-Hill, 2010.

NEEDHAM B., KOENDERS P., KRUIJT B., *The honeycomb cycle in real estate*, Eight convention of American real estate society, S. Diego, aprile 1992.

OECD, *Financial crisis: past lessons and policy implications*, Economic Departments Working Papers, n. 668, febbraio 2009.

PISANI B., *La valorizzazione strategica degli immobili. Il nuovo ciclo edile e immobiliare: dall'investimento alla gestione*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2003.

PUGH C., DEHESH A., *Theory and explanation in International property cycles since 1980*, in "Property management", vol. 19, n. 4, 2001.

QUAN D.C., TITMAN S., *Do real estate prices and stock prices move together? An International analysis*, in "Real Estate Economics", vol. 27, n. 2, 1999.

ROULAC S., *Real estate market cycles, transformation forces and structural change*, in "The journal of real estate portfolio management", vol. 2, n. 1, 1996.

SHILLER R. J., *Finanza shock: come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea, 2008.

VISCONTI DI MASSIMO U., *I cicli immobiliari: un confronto Milano – Amsterdam*, n. 60, Scenari Immobiliari, 2002.

WHEATON W.C., *Real estate cycles, some fundamentals*, in "Real Estate Economics", vol. 27, 1999.