

1. Quadro generale degli sviluppi: cala la fiducia in una ripresa vigorosa

Nei primi mesi di quest'anno sono venute meno le attese di una ripresa sostenuta che si erano accumulate sui mercati finanziari nel quarto trimestre 2001. Di riflesso a una maggiore cautela, i corsi azionari hanno perso terreno e i tassi USA a lungo termine si sono attestati su livelli più bassi. Tra la fine di febbraio e gli inizi di marzo i dati inaspettatamente robusti sulla crescita macroeconomica hanno determinato una nuova ondata di ottimismo, ma anche questa si è smorzata allorché gli indicatori successivi non hanno confortato le euforiche aspettative. I rincari petroliferi hanno riesumato lo spettro dell'inflazione in Europa, spingendo verso l'alto i rendimenti in euro a lungo termine. Nei mercati azionari le speranze degli investitori sono state vanificate dall'assenza di segnali di un rilancio dei profitti societari, di pari passo con quello dell'economia in generale. Gli indici di borsa sono stati ulteriormente depressi dal perdurante scetticismo circa le procedure contabili e informative delle imprese, da nuove indicazioni sulla tendenza degli analisti del settore a fornire raccomandazioni distorte e da un'improvvisa avversione nei confronti delle società ritenute eccessivamente dipendenti dall'indebitamento a breve.

La maggioranza degli emittenti ha continuato a trovare buona accoglienza nel mercato delle obbligazioni societarie, mentre le imprese non finanziarie hanno subito crescenti pressioni a ridurre il loro ricorso al finanziamento a breve termine. La riluttanza delle banche a concedere linee creditizie di appoggio ha praticamente estromesso alcuni prenditori societari dal mercato della commercial paper (CP), e altre imprese hanno cercato di compiacere ai loro azionisti e alle agenzie di rating ridimensionando le emissioni a breve. Alcune grandi società europee alla ricerca di fonti alternative al tradizionale credito bancario si sono cimentate per la prima volta sul mercato obbligazionario. Quest'ultimo ha assecondato lo spostamento delle imprese non finanziarie verso la raccolta a più lungo termine. Sullo sfondo di un'attività netta di emissione relativamente debole, nei primi mesi del 2002 gli spreads societari sono rimasti alquanto contenuti.

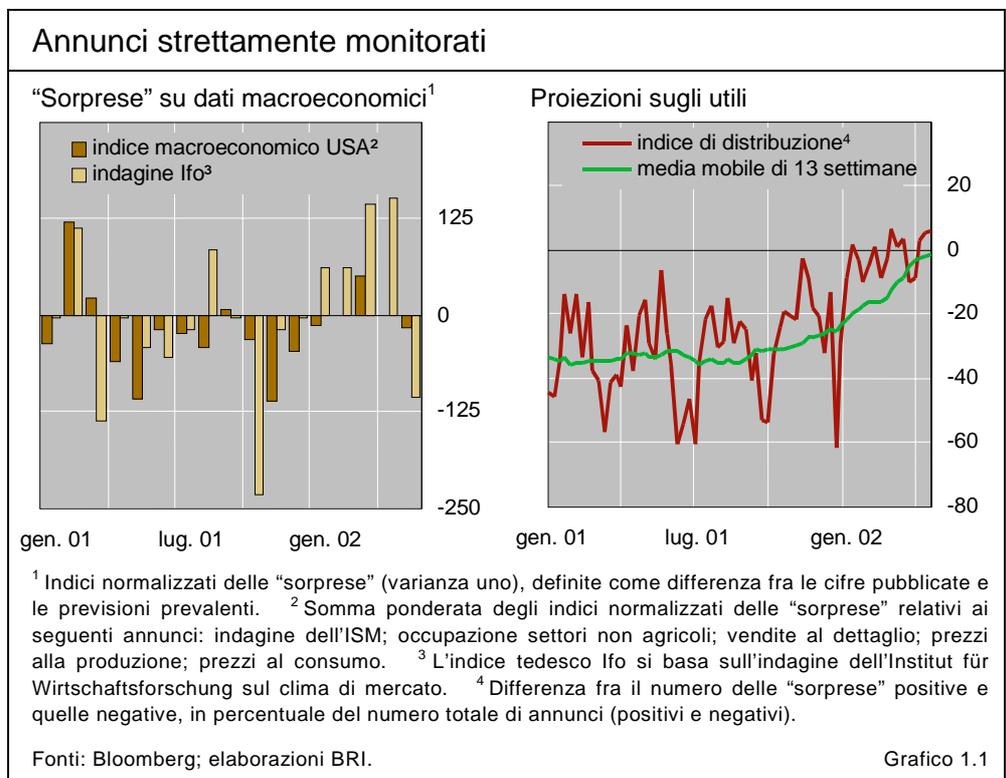
I mercati emergenti hanno beneficiato delle aspettative di una ripresa nelle economie avanzate. Malgrado i persistenti problemi economici dell'Argentina, gli spreads sovrani sono in genere diminuiti in un contesto di bassi tassi d'interesse internazionali. Tuttavia, pochi prenditori emergenti si

sono avvalsi delle più vantaggiose condizioni creditizie. Fra i mercati azionari che hanno registrato complessivamente le prestazioni migliori figurano quelli del Messico, della Corea e di talune economie del Sud-Est asiatico, ritenuti fra i paesi che avrebbero tratto il maggiore profitto da un rilancio dell'economia USA.

Salgono i rendimenti europei a lungo termine all'acuirsi dei timori inflazionistici

Le grandi speranze in una ripresa sostenuta, che avevano permeato i mercati del reddito fisso nel quarto trimestre 2001, hanno ceduto il passo ad aspettative più moderate nei primi mesi del 2002. Anche se gli indicatori macroeconomici tradizionalmente più seguiti segnalavano una tendenza migliore rispetto all'ultimo trimestre dello scorso anno (grafico 1.1), gli operatori apparivano ugualmente insoddisfatti. Essi sono sembrati incentrare la loro attenzione su dati quali gli ordinativi di beni durevoli negli Stati Uniti, la fiducia di imprese e consumatori nell'area dell'euro, nonché la crescita del PIL in Germania, tutti tendenzialmente al di sotto delle aspettative di mercato. Leggere pressioni reflazionistiche hanno scongiurato un ulteriore calo dei tassi a lungo termine, determinandone addirittura un aumento in Europa. Nel complesso, a metà maggio i tassi swap in dollari a cinque anni erano scesi di 15 punti base dal loro massimo di fine dicembre, mentre quelli in euro con pari scadenza risultavano cresciuti di 25 punti (grafico 1.2).

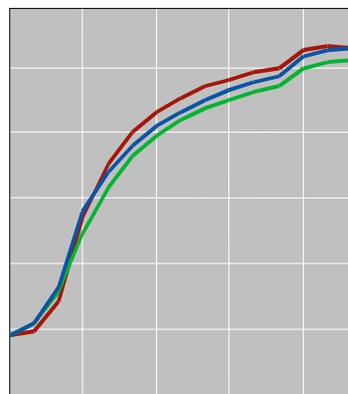
I tassi a lunga calano negli Stati Uniti ma aumentano nell'area dell'euro



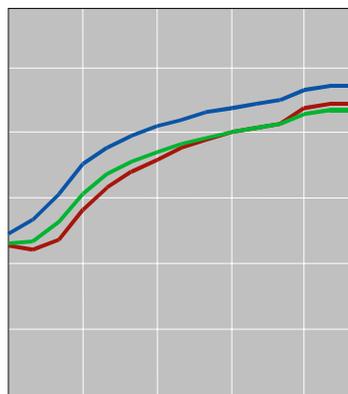
Curve dei rendimenti degli swaps di tasso d'interesse

in percentuale

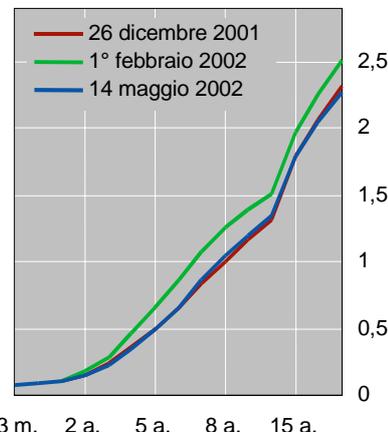
Dollaro USA



Euro



Yen



3 m. 2 a. 5 a. 8 a. 15 a.

3 m. 2 a. 5 a. 8 a. 15 a.

3 m. 2 a. 5 a. 8 a. 15 a.

Scadenza

Fonte: Bloomberg.

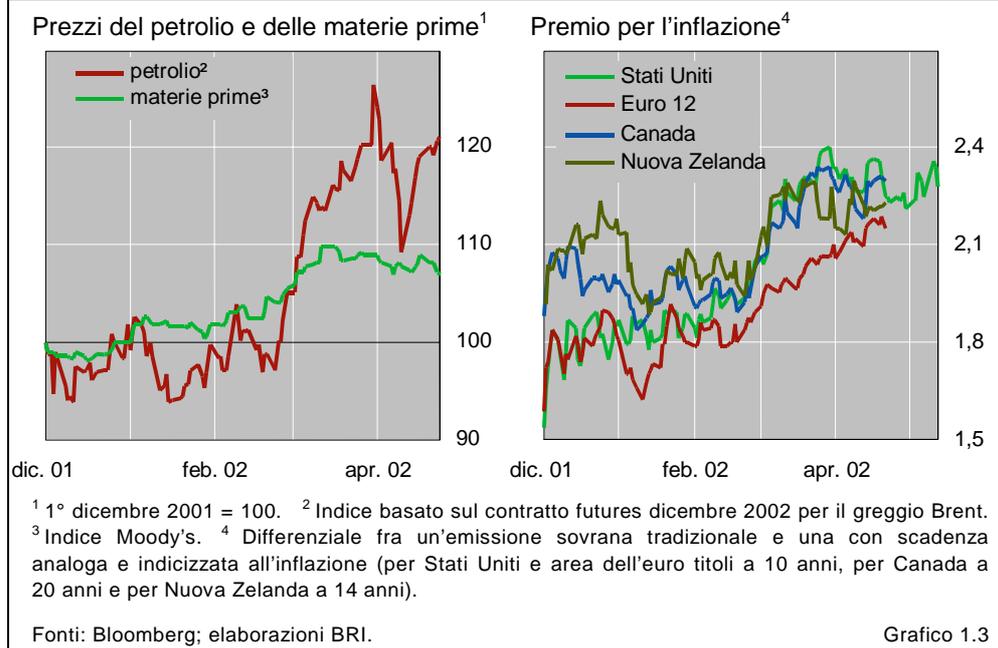
Grafico 1.2

Gli annunci di dati macroeconomici sorprendentemente robusti tra la fine di febbraio e gli inizi di marzo hanno originato una breve ondata di ottimismo e, per un certo tempo, un netto aumento dei tassi d'interesse. Gli operatori sono sembrati particolarmente sorpresi dalla cospicua correzione al rialzo dei dati sul PIL statunitense per il quarto trimestre, resa nota il 28 febbraio, dalla quale risultava una crescita su base annua dell'1,4%. L'audizione al Senato del Presidente della Fed il 7 marzo, nel corso della quale Greenspan ha fornito una valutazione delle prospettive economiche statunitensi molto più ottimistica di quella resa appena una settimana prima, ha avuto un impatto ancor più pronunciato sui tassi a lungo termine. In quella sola giornata le principali curve degli swaps su valute hanno registrato una brusca impennata, il tasso quinquennale in dollari è salito di 20 punti base e quello in euro di 8 punti. Gli operatori hanno rafforzato le proprie attese sia per una crescita di lungo periodo sia per un inasprimento monetario a breve. Tra il 27 febbraio e il 25 marzo, quando le aspettative circa i saggi ufficiali implicite nei futures su tassi d'interesse hanno raggiunto un massimo, le curve di swap si sono a un tempo appiattite e spostate verso l'alto. Tale mutamento nelle attese degli investitori ha fatto innalzare i rendimenti degli swaps biennali in dollari ed euro rispettivamente di 82 e 43 punti base, mentre i corrispondenti tassi decennali sono saliti di 55 e 27 punti.

In marzo e aprile sono venute meno le residue aspettative disinflazionistiche desumibili dai tassi a lunga. Pur incontrando evidenti difficoltà nel valutare il vigore della ripresa economica, i mercati sono sembrati convinti che le spinte disinflazionistiche del rallentamento congiunturale fossero ormai cessate. Anche i rincari petroliferi facevano ritenere probabili crescenti pressioni sui prezzi. Il balzo registrato in marzo dai tassi swap a dieci

Le dichiarazioni di Greenspan segnalano un'accelerazione della crescita

Prezzi delle materie prime e premio implicito per l'inflazione



anni coincideva non solo con la sorprendente sostenutezza degli indicatori macroeconomici, ma anche con l'impennata delle quotazioni del greggio (grafico 1.3, diagramma di sinistra). E mentre le previsioni di un'accresciuta domanda mondiale di energia spingevano in alto i corsi delle materie prime, l'aumento dei prezzi del petrolio e della loro volatilità rifletteva l'acuirsi delle tensioni politiche in Medio Oriente e in Venezuela.

Gli investitori hanno ritenuto che l'Europa fosse particolarmente esposta a pressioni inflazionistiche, data la sua dipendenza dalle importazioni di petrolio e di materie prime, ma anche a causa delle prospettive circa il costo del lavoro. Lo sciopero indetto dal potente sindacato tedesco IG Metall agli inizi di maggio ha suscitato le preoccupazioni sia degli operatori di mercato sia dei policymakers europei per l'esito delle contrattazioni salariali in Germania. È significativo il fatto che alla conferenza stampa del 2 maggio il Presidente della Banca centrale europea, Duisenberg, pur continuando ad attendersi un'inflazione in Europa prossima al 2%, ha affermato di non poter fiduciosamente prevedere che essa si sarebbe attestata al disotto di tale livello.

L'aumento della componente inflazionistica dei tassi d'interesse a lungo termine è riscontrabile nella dinamica dei rendimenti dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione. Il premio implicito per l'inflazione, ossia il differenziale fra emissioni sovrane tradizionali e quelle con scadenza analoga indicizzate al ritmo di crescita dei prezzi, ha cominciato ad aumentare verso la fine di febbraio allorché i rendimenti nominali sono saliti più velocemente di quelli desunti dalle obbligazioni a indicizzazione reale (grafico 1.3, diagramma di destra). Sebbene il diverso trattamento fiscale e l'esiguità dei volumi trattati

Mentre in Germania l'attenzione si concentra sulle contrattazioni salariali ...

... in Francia aumenta il premio per l'inflazione

tendano a ridurre l'affidabilità del *livello* dei rendimenti sui prestiti indicizzati quale misura dei tassi d'interesse reali, *oscillazioni* significative di tali rendimenti presentano spesso un'alta valenza informativa per le aspettative. In marzo l'aumento del premio per l'inflazione si è accompagnato a quello dei prezzi petroliferi. Ad esempio, il premio implicito per l'obbligazione indicizzata del Tesoro francese, il cui rendimento è ancorato al tasso d'inflazione dei 12 paesi dell'area dell'euro, è aumentato di 15 punti base in marzo. Va inoltre notato che in Canada e Nuova Zelanda tale premio non è diminuito in risposta agli energici innalzamenti dei tassi ufficiali attuati in marzo e aprile dalle banche centrali; nel caso del Canada, al contrario, esso ha continuato ad aumentare.

In Giappone calano i tassi a lunga all'attenuarsi dei timori sul deficit pubblico

Anche in Giappone i tassi d'interesse sono stati insolitamente volatili durante i primi quattro mesi dell'anno e sono sembrati muoversi a ritmi diversi da quelli osservati in altri paesi industriali. Tra la fine di dicembre e i primi giorni di febbraio, mentre i rendimenti in dollari ed euro andavano calando, i tassi swap a dieci anni in yen hanno guadagnato oltre 20 punti base. Agli inizi del 2002 gli scoraggianti dati macroeconomici e gli scarsi progressi nella soluzione dei crediti bancari in sofferenza paiono aver intensificato le aspettative di un aumento del fabbisogno pubblico e le spinte alla vendita di titoli di Stato giapponesi. A cavallo fra febbraio e marzo, tuttavia, i tassi d'interesse in yen hanno cominciato a ridursi, e all'inizio di aprile erano pressoché tornati ai loro minimi di dicembre. Tale flessione è coincisa con l'ascesa delle quotazioni azionarie nipponiche e l'apprezzamento dello yen. A fine febbraio la Banca del Giappone ha annunciato la propria intenzione di incrementare del 25% i propri acquisti di titoli di Stato; analogo intendimento è stato espresso due settimane dopo dal Ministero della sanità, del lavoro e dell'assistenza sociale.

Pressioni sugli emittenti societari a favore di uno spostamento verso il segmento a lunga

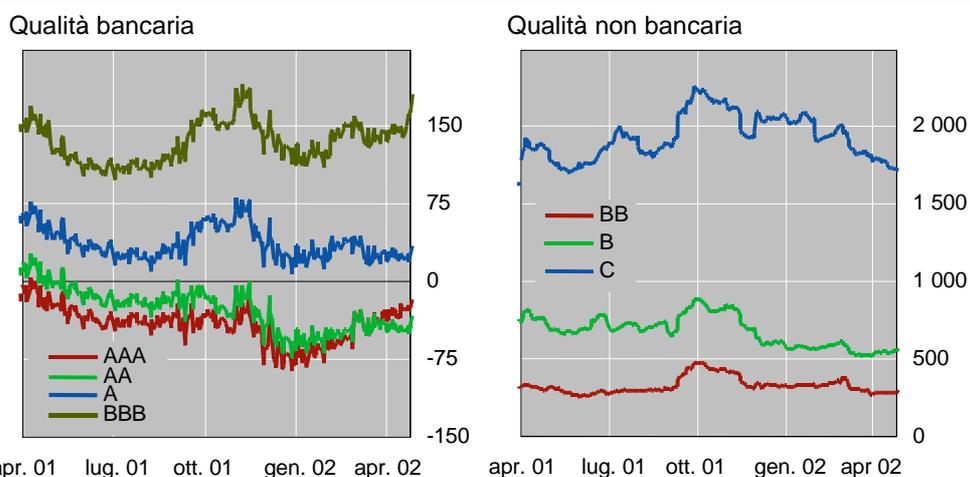
Pressioni da investitori, banche e agenzie di rating

Gli emittenti societari non finanziari sono stati oggetto di nuove pressioni a favore di uno spostamento dalla raccolta a breve a quella a lungo termine. Tali pressioni sono provenute da azionisti di grandi società, investitori in commercial paper, banche fornitrici di linee creditizie di appoggio all'emissione di CP e agenzie di rating. Anche i prenditori che erano riusciti a mantenere un elevato merito di credito hanno avvertito la necessità di allungare la scadenza del proprio debito. Alcuni mutuatari estromessi dal segmento della CP si sono rivolti al mercato obbligazionario, dove i costi dell'indebitamento a lunga erano rimasti relativamente attraenti (grafico 1.4). In Europa alcune grandi imprese che facevano di solito affidamento sui crediti bancari a breve termine si sono parimenti indirizzate verso tale mercato.

Gli azionisti di grandi società hanno fatto la loro parte. In risposta alle notizie circa le difficoltà di finanziamento di alcune società di alto profilo, gli investitori hanno penalizzato le azioni di altre grandi aziende considerate

Spreads tra obbligazioni societarie di qualità bancaria e non bancaria¹

in punti base



¹ Differenziale tra rendimenti obbligazionari decennali e rendimenti swap.

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; elaborazioni BRI.

Grafico 1.4

eccessivamente dipendenti dall'indebitamento a breve. Neanche le imprese quotate tripla A sono state risparmiate; verso la fine di marzo una di queste, la General Electric, ha subito un brusco ribasso del proprio titolo in borsa dopo che un importante gestore di fondi a reddito fisso USA aveva manifestato il proprio dissenso in merito al massiccio ricorso all'emissione di CP da parte della società e alla mancanza di sufficienti linee di credito bancarie in appoggio.

Coinvolte anche le imprese con rating elevato

Le pressioni a sfavore dell'indebitamento a breve sono state particolarmente intense per gli emittenti di CP a basso rating. Come per gran parte del 2001, gli investitori su tale mercato hanno manifestato un'avversione nei confronti di tutti i prenditori non di prim'ordine. Nel primi mesi di quest'anno tale atteggiamento si è esteso a un maggior numero di mutuatari nel momento in cui le agenzie di rating hanno allungato l'elenco dei nuovi declassamenti. I principali acquirenti di CP sono i fondi d'investimento del mercato monetario, per i quali è essenziale preservare il capitale loro affidato dagli investitori. A tal fine, una norma del 1991 della Securities and Exchange Commission statunitense limita al 5% del portafoglio di questi fondi le posizioni a fronte di commercial paper non di prima qualità. È possibile che le recenti insolvenze sul mercato della CP abbiano indotto i fondi comuni a mantenersi persino al disotto di tale soglia.

Fatto ancor più significativo, le banche hanno prospettato la minaccia di un blocco delle linee creditizie di sostegno alle emissioni di CP se non verranno sensibilmente aumentate le relative commissioni. Il 29 aprile J.P. Morgan Chase, di gran lunga il maggior fornitore di tali facilitazioni, ha annunciato ai potenziali emittenti la sua intenzione di ritirarsi dall'attività.

Le banche revocano le linee di appoggio

Paradossalmente, le linee standby erano state create negli anni settanta proprio per alleviare i problemi di finanziamento di un mercato della CP che tendeva a incepparsi. Nel 2002 la revoca da parte di grandi banche di queste linee, divenute un prerequisito all'emissione di carta commerciale, non potrà che aggravare le difficoltà di tale comparto.

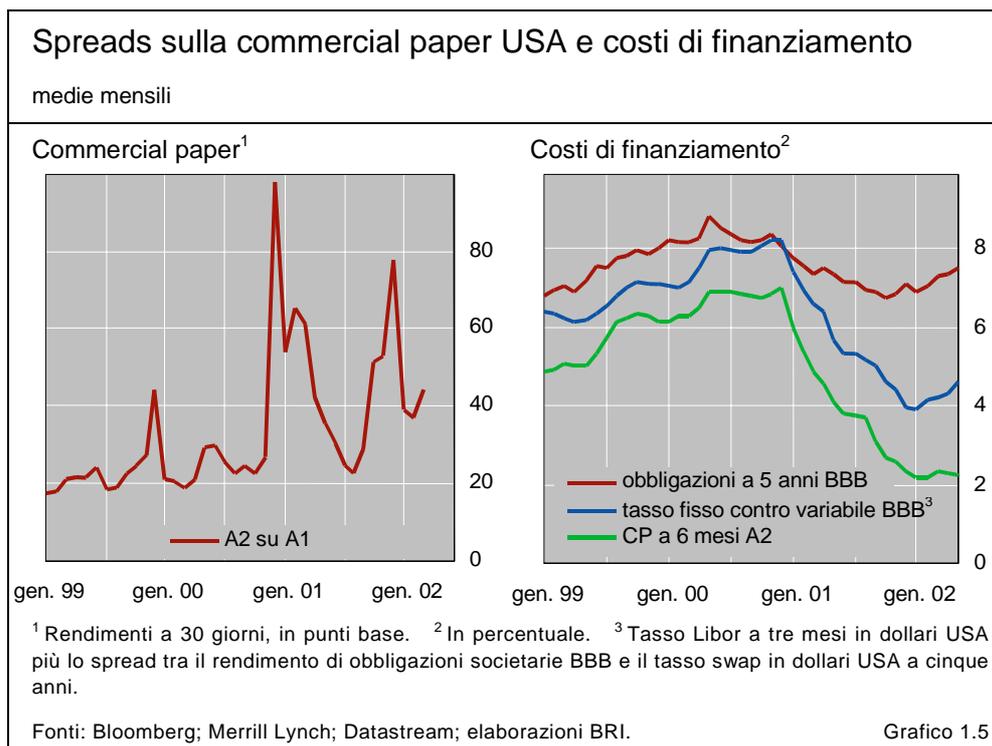
I mutuatari si rivolgono al mercato obbligazionario ...

I prenditori esclusi dal mercato della CP hanno trovato altre opportunità per reperire fondi. Alcuni si sono rivolti al mercato obbligazionario, dove persino gli emittenti i cui rating A2/P2 sul debito a breve li estromettevano adesso dal mercato della CP hanno trovato investitori ancora interessati ai loro strumenti a lunga quotati tripla B. In un mercato in cui le emissioni nette sono state relativamente deboli (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito", a pag. 25), ai collocamenti decennali di imprese con tripla B sono stati applicati spreads pari in media ad appena 136 punti base nei primi quattro mesi del 2002, contro i 152 punti nel quarto trimestre dello scorso anno. Altre società si sarebbero indirizzate verso il mercato della CP garantita da attività ("asset-backed CP" – ABCP), dove l'impiego di crediti ("receivables") come collaterale dovrebbe assicurare all'emissione un rating elevato. Ad aprile 2002 il mercato della ABCP era cresciuto a \$723 miliardi in termini di consistenze, rispetto ai \$658 miliardi del mercato della CP priva di garanzia.

... ma alcuni abbinano le emissioni a swaps fisso contro variabile

Nonostante gli attraenti spreads societari, la curva relativamente ripida dei rendimenti dimostra come le imprese abbiano dovuto corrispondere un oneroso premio per passare dal debito a breve a quello a lungo termine. Ad esempio, a fine marzo 2002 un emittente in dollari USA quotato tripla B avrebbe dovuto pagare un tasso fisso di circa il 7,5% per un'emissione quinquennale. Avendo perso l'accesso al mercato della CP, lo stesso emittente sarebbe stato ancora in grado di finanziarsi a un tasso a breve stipulando uno swap con cui scambiare i pagamenti a tasso fisso contro variabile. Il conseguente tasso swap a breve sarebbe stato pari a circa il 4,4%, inferiore quindi di 3,1 punti al tasso fisso (grafico 1.5). In effetti, risulta che diversi grandi emittenti sul mercato delle obbligazioni societarie USA si siano avvalsi di questo meccanismo. Il differenziale di rendimento fra swap quinquennali e titoli del Tesoro USA si è ridotto di 22 punti base durante i primi quattro mesi del 2002 anche per effetto di queste operazioni di arbitraggio.

La possibilità dei mutuatari di scambiare tasso fisso contro variabile permette di valutare le difficoltà del mercato della CP. Il differenziale fra il tasso sulla CP quotata A2/P2 e il corrispondente tasso variabile risultante dallo swap rappresenta una misura approssimativa del costo del ridotto accesso al mercato della CP. Le commissioni sulle linee creditizie di appoggio ammonterebbero a 10-20 punti base, ossia una piccola frazione di tale differenziale. Quest'ultimo è aumentato dall'1,3% agli inizi del 2002 al 2,3% a fine aprile, e ciò mostra quanto le condizioni nel mercato della CP si siano deteriorate.



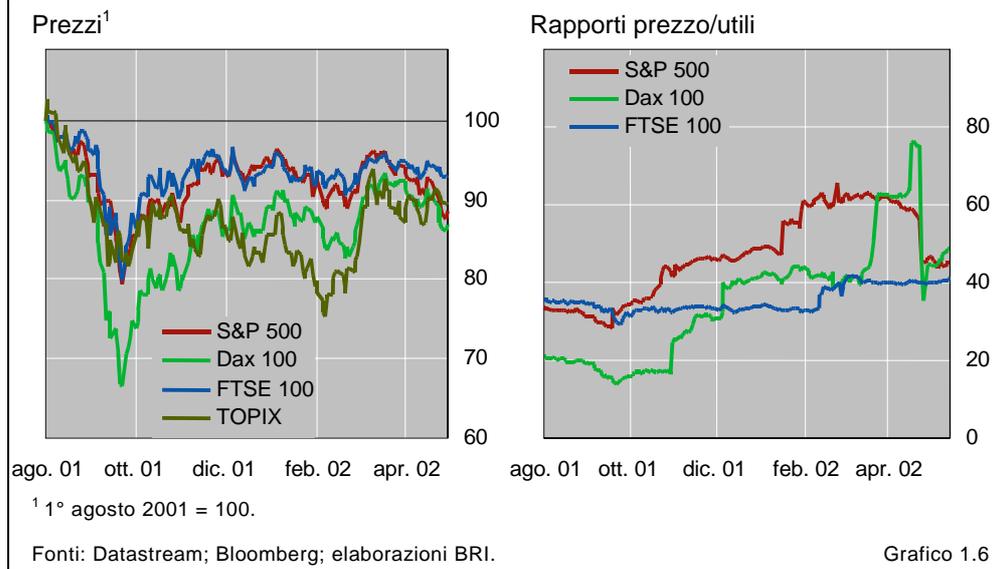
Annunci sui profitti e problemi contabili arrestano la fase rialzista dei mercati azionari

I mercati azionari sono stati caratterizzati dalla stessa fiducia altalenante osservata nel comparto a reddito fisso, ma a differenza di quest'ultimo hanno subito un calo nella maggior parte dei paesi industriali. Le borse hanno risentito in modo particolare dell'assenza di segnali di un rilancio dei profitti societari di pari passo con quello dell'economia in generale. Gli annunci di risultati negativi hanno continuato a superare quelli positivi, benché il divario si sia ridotto sensibilmente dal 2001 (grafico 1.1, diagramma di destra). I timori circa l'affidabilità delle procedure contabili e informative delle imprese, nonché i nuovi scandali riguardo ai conflitti di interessi fra gli intermediari in titoli, hanno suggerito agli investitori azionari una crescente cautela per tutta la prima parte dell'anno, esercitando pressioni al ribasso sui listini di borsa. Sono state penalizzate in modo particolare le azioni di società con situazioni contabili relativamente complesse o poco trasparenti e quelle ritenute eccessivamente esposte sui mercati monetari.

La fase rialzista cominciata nell'ottobre 2001 si è arenata nel gennaio scorso sulla scia dei timori – suscitati dal fallimento di Enron – circa l'affidabilità dei rendiconti societari. I corsi azionari sono tornati a segnare guadagni verso la fine di febbraio e gli inizi di marzo a seguito della pubblicazione di positivi dati macroeconomici (grafico 1.6). La cennata revisione verso l'alto delle cifre relative al PIL statunitense per il quarto trimestre ha prodotto il suo impatto maggiore sul mercato azionario, dove l'indice S&P 500 ha guadagnato il 2,3% nella sola giornata di annuncio. I rialzi

I deboli profitti societari preoccupano gli investitori ...

Mercati azionari: prezzi e utili



sono stati tuttavia di breve durata: nella seconda settimana di marzo le proiezioni sugli utili di primarie società tecnologiche, come Lucent e Nokia, hanno fatto precipitare le quotazioni azionarie, mettendo nuovamente in discussione la sostenibilità e il vigore della ripresa economica in assenza di un rilancio dei profitti e degli investimenti fissi delle imprese.

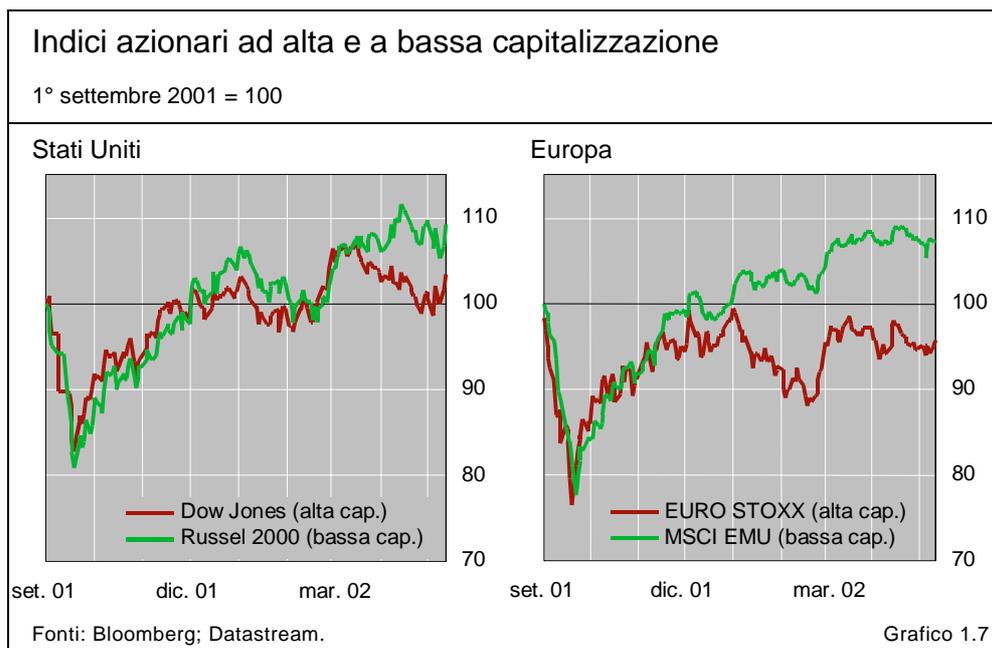
A fine marzo la notizia che le procedure contabili di diverse importanti imprese tecnologiche erano al vaglio della Securities and Exchange Commission USA ha accentuato la discesa dei prezzi azionari, riacutizzando i timori a riguardo dell'informativa fornita dalle imprese. Le concomitanti segnalazioni di indagini sulle prassi condotte da taluni analisti di spicco di Wall Street hanno accresciuto il disagio degli investitori azionari. Di conseguenza, fra il 19 marzo e la fine di aprile il calo degli indici di borsa è stato particolarmente pronunciato: S&P 500 ha perso l'8%, FTSE 100 il 4% e Dax il 7%.

La sfiducia nei confronti dell'informativa di bilancio delle imprese ha concorso a una divergente dinamica fra titoli ad alta e a bassa capitalizzazione. Nel periodo menzionato il Dow Jones Industrial Average, l'indice delle maggiori società degli Stati Uniti, è arretrato del 6%, mentre il Russell 2000, che raggruppa azioni a capitalizzazione medio-bassa, ha guadagnato il 5% (grafico 1.7). Le imprese di minori dimensioni avrebbero beneficiato della relativa semplicità delle loro prassi operative, contabili e finanziarie. Molti operatori hanno inoltre avuto la percezione che le piccole imprese avrebbero potuto trarre maggior vantaggio dalla ripresa economica rispetto a quelle più grandi, dato il loro più intenso ricorso ai flussi interni di cassa a fini di investimento.

Il mercato azionario giapponese pare essersi mosso in linea con i prezzi delle attività in yen più in generale, che si sono spesso discostati dalle sottostanti aspettative sull'evoluzione dell'economia interna. L'indice TOPIX ha segnato notevoli progressi insieme ai mercati nipponici degli strumenti debitori,

... come pure le scorrette procedure contabili e le analisi distorte

La regola del "minimo incremento" sorregge i corsi sul mercato azionario giapponese



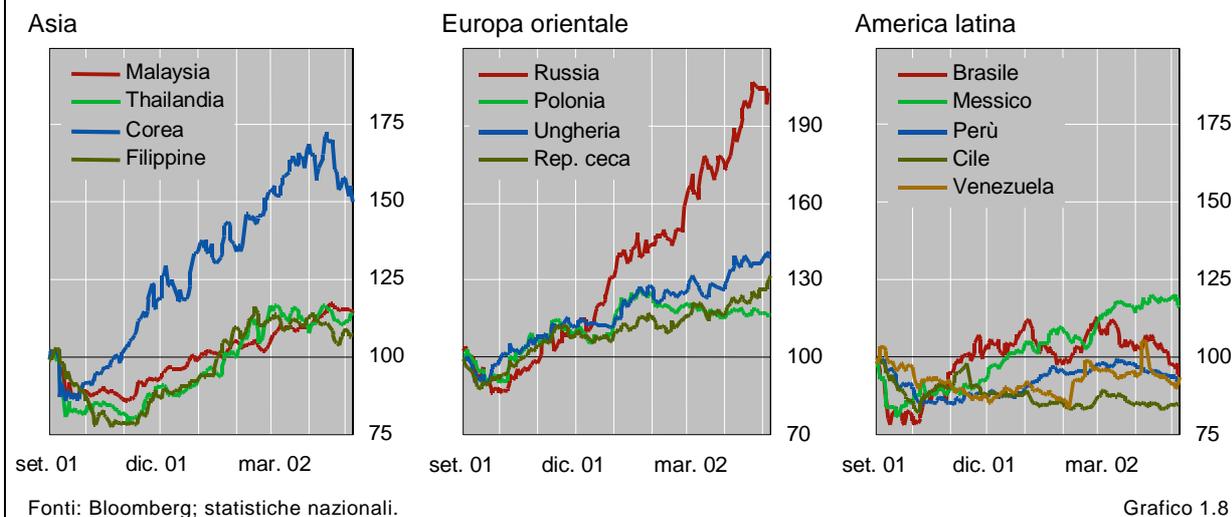
aumentando nettamente a cavallo tra febbraio e marzo. La reflazione dei prezzi delle attività e il concomitante apprezzamento dello yen prima del 31 marzo hanno portato alcuni operatori ad attribuire tali movimenti alle operazioni di “window-dressing” effettuate a fine esercizio sui bilanci societari. Alcuni osservatori hanno imputato la fase rialzista del mercato azionario al fatto che una grande impresa di costruzioni sia stata lasciata fallire, in quanto ciò avrebbe trasmesso un segnale positivo circa il mutato atteggiamento delle autorità in materia di ristrutturazioni societarie. Secondo altri, il fattore più importante sarebbe invece l’adozione della cosiddetta regola del “minimo incremento”, che vieta la vendita allo scoperto di azioni che non abbiano registrato precedenti incrementi di prezzo. Sembra che nel momento in cui è stata introdotta la regola numerosi operatori fossero in posizione corta su azioni giapponesi, e una certa confusione ha preceduto l’annuncio circa il modo in cui la nuova disciplina avrebbe “penalizzato” i venditori in tale posizione. Le operazioni di copertura effettuate in tutta fretta da alcuni operatori avrebbero determinato rialzi tali da costringere altri intermediari a liquidare le proprie posizioni corte, producendo in tal modo effetti che si sono rafforzati a vicenda.

I mercati emergenti condividono i benefici della ripresa

I mercati emergenti hanno tratto notevoli benefici dalle aspettative di una ripresa dell’economia mondiale agli inizi del 2002. Nonostante i perduranti problemi economici dell’Argentina, gli spreads sul debito sovrano sono in genere diminuiti in un contesto di bassi tassi d’interesse nei paesi industriali. Fra i mercati azionari che hanno registrato le prestazioni migliori figurano quelli

Indici azionari in alcune economie emergenti

1° settembre 2001 = 100



Sostenuta performance delle borse di Corea, Messico e Russia

della Corea, del Messico e di alcune economie del Sud-Est asiatico, ritenuti fra i paesi che avrebbero tratto il maggiore vantaggio da un rilancio dell'economia statunitense (grafico 1.8). Il mercato azionario russo ha continuato a crescere a ritmo serrato, mentre i recenti rincari petroliferi hanno fornito ulteriore slancio a un clima di mercato già in fase di miglioramento.

I paesi asiatici di recente industrializzazione sono stati favoriti dalla percezione che la ripresa negli Stati Uniti, per quanto modesta, avrebbe comunque innalzato la domanda di esportazioni. A fine aprile i corsi azionari alla borsa di Seoul avevano guadagnato il 22% rispetto agli inizi dell'anno e risultavano raddoppiati in termini di valore in confronto ai minimi del settembre 2001. Un recupero sorprendentemente forte della spesa globale per l'acquisto di prodotti elettronici, associatosi a una crescente domanda interna, ha consentito alla Corea di emergere fra tutte le economie dell'area. A fine marzo, inoltre, il rating di Moody's sul rischio sovrano del paese è stato aumentato per la prima volta di due gradi, e ciò ha condotto a una lieve corsa al rialzo sui mercati azionario e del debito esterno. Anche altri paesi asiatici hanno fatto registrare più elevati rendimenti azionari nel periodo, seppure inferiori a quelli della Corea.

Moody's promuove la Corea

In Messico la performance delle attività finanziarie ha continuato a divergere da quella osservata nel resto dell'America latina. Nonostante diversi trimestri consecutivi di contrazione economica dovuti al rallentamento congiunturale del suo più importante partner commerciale, il paese ha nuovamente beneficiato delle aspettative di un ritorno degli Stati Uniti a una fase espansiva. Anche il debito esterno messicano è stato riqualificato dalle agenzie di rating. Ai primi di maggio gli indici azionari erano cresciuti del 14% rispetto a inizio d'anno, e lo spread sovrano del paese era diminuito di quasi 50 punti base (grafico 1.9). Altre economie latino-americane hanno segnato il passo dopo la breve ascesa dei corsi seguita all'insolvenza e alla svalutazione

dell'Argentina. In Brasile gli investitori si sono mostrati sempre più preoccupati di fronte al perdurante rallentamento economico e ai crescenti successi conseguiti nella campagna presidenziale da un candidato di estrazione populista avverso ai mercati. Fra gennaio e maggio l'indice azionario Bovespa, che era aumentato nettamente dopo la moratoria argentina, ha perso quasi l'11% su base netta; al tempo stesso, lo spread sul debito sovrano del Brasile è aumentato da 200 a poco meno di 900 punti base.

Le elezioni presidenziali in Brasile preoccupano gli investitori

Nel primo trimestre 2002 i mercati finanziari in Russia hanno proseguito la fase di forte espansione, dopo un 2001 in cui non avevano minimamente risentito del calo dell'attività economica mondiale e dei prezzi petroliferi. Le quotazioni azionarie hanno guadagnato quasi il 60% quest'anno, e lo spread sulle emissioni sovrane del paese è sceso al disotto dei 500 punti base, a poco meno di quattro anni di distanza dalla sospensione dei pagamenti sul debito.

Le economie emergenti sono state agevolate sia dai bassi tassi d'interesse dei paesi industriali, che hanno consentito alle loro banche centrali di allentare la politica monetaria senza deprimere il cambio, sia dai ridotti spreads sul debito sovrano (grafico 1.9). In Messico e in Corea l'abbassamento dei tassi ufficiali interni non ha impedito alla valuta di apprezzarsi. In aggiunta, i bassi tassi d'interesse hanno probabilmente attenuato la percezione del rischio a investire in attività dei mercati emergenti. Le emissioni internazionali di titoli di debito dei paesi di quest'area sono rimaste sugli esigui livelli osservati negli ultimi anni, ma nel quarto trimestre 2001 e nel primo del 2002 i paesi asiatici hanno cominciato a prelevare fondi da banche all'estero (cfr. "Il mercato bancario internazionale" e il riquadro sui prestiti sindacati).

