

## 1. Quadro generale degli sviluppi: l'incertezza deteriora il clima di ottimismo

Negli ultimi mesi la persistente minaccia di una guerra in Iraq ha generalmente posto in secondo piano le notizie sull'evoluzione dell'economia globale. In ottobre e novembre 2002 l'ottimismo degli investitori aveva sospinto i mercati delle azioni e delle obbligazioni societarie, accentuando la pendenza delle curve dei rendimenti. A partire da dicembre, tuttavia, le incertezze circa le conseguenze economiche di un eventuale conflitto hanno cominciato a incidere più pesantemente sull'andamento dei mercati. Al venir meno del clima di fiducia, gli operatori sono sembrati attribuire scarsa importanza ai principali annunci economici. Nella seconda settimana di febbraio il premio di rischio bellico aveva riassorbito la maggior parte dei guadagni conseguiti sui mercati azionari nell'ultima parte del 2002. Le curve dei rendimenti risultavano relativamente più piatte rispetto a fine novembre, continuando nondimeno a scontare una ripresa dell'economia, sebbene più modesta che in passato.

Pur offrendo condizioni di finanziamento più favorevoli, i mercati delle obbligazioni societarie internazionali non sono ancora riusciti a riprendere slancio in termini di nuove emissioni nette. La mediocre domanda di fondi ha rispecchiato in parte la riluttanza delle imprese ad aumentare il loro grado di leva in presenza delle incerte prospettive economiche. L'esigenza di ridurre il debito è stata avvertita in modo particolare dalle società che avevano subito un declassamento del rating. Agli inizi del 2003 piani di ristrutturazione che privilegiano i creditori esistenti a scapito degli azionisti hanno consentito di separare la dinamica degli indici obbligazionari privati da quella delle quotazioni azionarie; nonostante il calo di queste ultime, infatti, i differenziali sui titoli societari hanno continuato ad essere stabili.

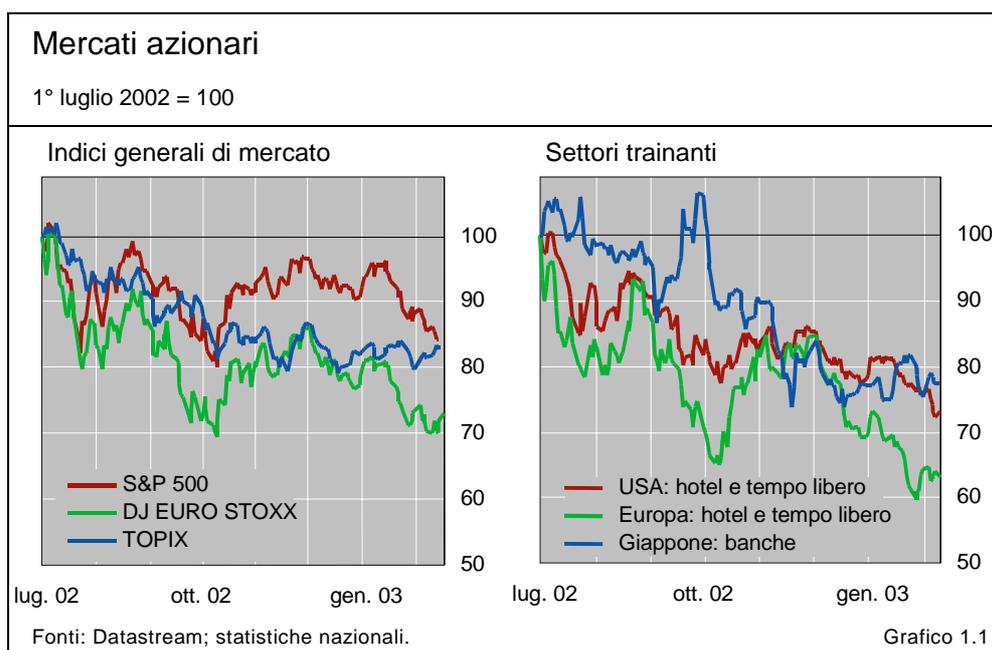
Intorno a fine anno la buona accoglienza dei mercati dei capitali si è estesa anche ai mutuatari delle economie emergenti. Sulla scia delle elezioni presidenziali, il Brasile ha beneficiato di un netto miglioramento del clima di fiducia e, benché gli spread sovrani siano rimasti ampi, i prenditori del paese sono rapidamente tornati sui mercati internazionali per rifinanziare passività in scadenza. Situazione opposta in Venezuela, dove è proseguito lo sciopero nazionale contro l'azione di governo; associatosi ai venti di guerra in Iraq, ciò ha causato una brusca impennata dei prezzi petroliferi, pregiudicando ulteriormente le aspettative circa il vigore della ripresa economica.

## Sui mercati azionari grava il rischio di un conflitto

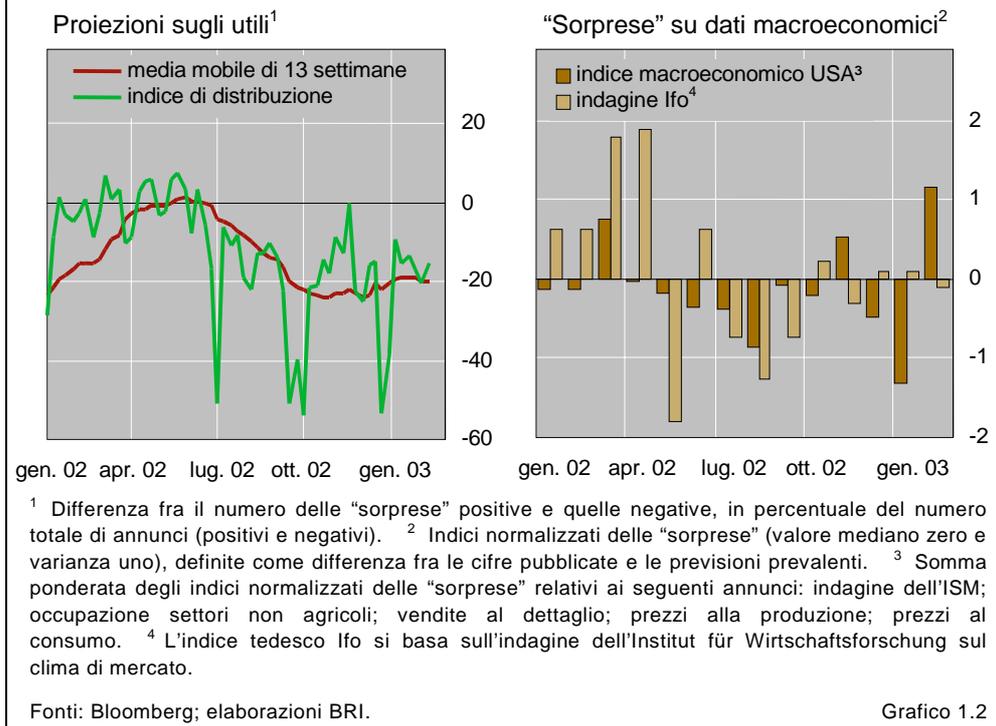
Fra ottobre e novembre 2002 le positive proiezioni sugli utili e i favorevoli rapporti degli analisti per alcune primarie società avevano determinato nelle borse statunitensi ed europee una fase di rialzi protrattasi per sette settimane. L'ottimismo degli investitori era aumentato malgrado i deboli indicatori macroeconomici, e persino le notizie riguardanti l'Iraq erano sembrate positive. Il 14 novembre l'annuncio dell'accettazione da parte di Baghdad di una risoluzione ONU sul disarmo era stato accolto da significativi incrementi delle quotazioni azionarie sulle due coste dell'Atlantico. Fra il 9 ottobre e il 22 novembre l'ondata di ottimismo aveva fatto innalzare l'S&P 500 e il DJ EURO STOXX rispettivamente del 20 e del 22% (grafico 1.1). In dicembre e ai primi di gennaio, viceversa, gli indicatori economici più seguiti non sono riusciti ad avvalorare appieno quel clima di ottimismo, compromettendo in tal modo i guadagni precedenti (grafico 1.2).

Nel mese di dicembre gli eventi riguardanti l'Iraq sono parsi intaccare il clima di fiducia, con effetti particolarmente deleteri sull'andamento dei mercati a partire dalla metà di gennaio. L'impatto immediato delle principali notizie sulla situazione irachena è stato facilmente riconoscibile: i prezzi delle attività hanno spesso registrato repentini e temporanei cambiamenti di rotta subito dopo la divulgazione dell'evento. Il 16 gennaio, ad esempio, nel giro di 30 minuti dalla segnalazione che gli ispettori ONU avevano rinvenuto nel paese testate missilistiche vuote, l'S&P 500 ha perso lo 0,5% e il DJ EURO STOXX l'1,7%, mentre il franco svizzero ha guadagnato mezzo centesimo sul dollaro, movimenti, questi, insolitamente forti per un così breve lasso di tempo. Si è rivelato più arduo isolare dall'impatto di altri eventi l'effetto generale di incertezza, per quanto quest'ultimo possa aver prevalso sulle immediate ripercussioni degli annunci. Ciò nonostante, sembra essersi prodotto un mutamento nel modo in cui gli investitori hanno reagito alla diffusione degli

Contraccolpi al  
clima di fiducia in  
gennaio e febbraio



## Annunci strettamente monitorati



Mutano le reazioni alle notizie economiche

indicatori economici. Il rapporto sull’occupazione USA pubblicato il 7 febbraio, per esempio, ha mostrato un sorprendente miglioramento nei settori non agricoli che, di norma, avrebbe dovuto sospingere le quotazioni azionarie; in quel giorno, viceversa, l’S&P 500 ha ceduto l’1%.

Il premio di rischio bellico deprime i corsi azionari ...

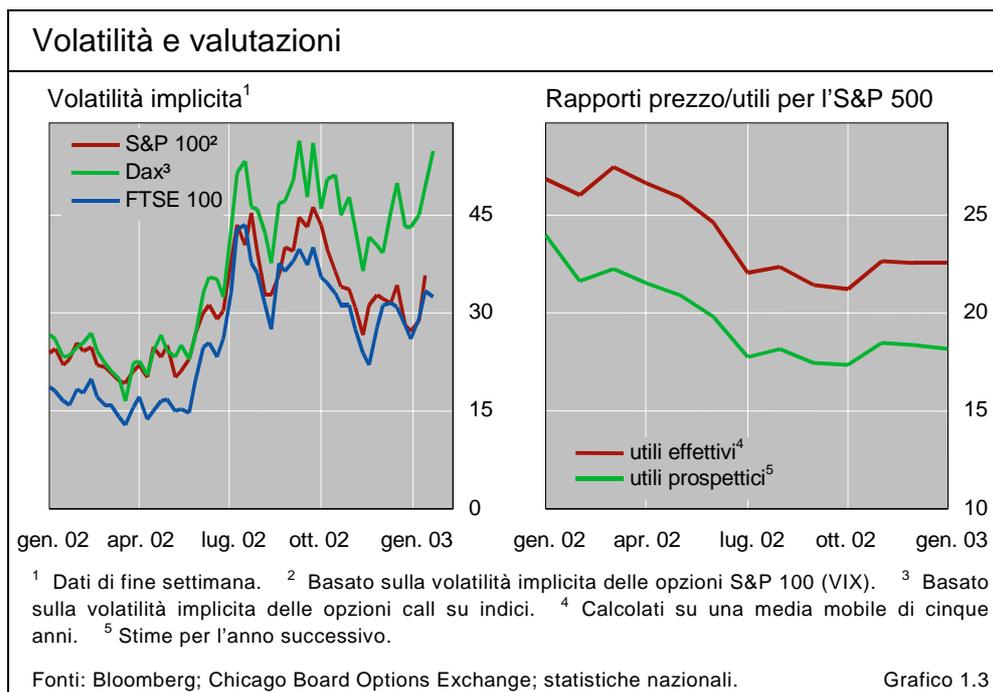
La minaccia di una guerra pare aver determinato sia una correzione al ribasso degli utili societari attesi, sia la comparsa di un premio al rischio associato con le incertezze circa le conseguenze economiche di un eventuale conflitto. Le differenze di performance fra i vari comparti stanno a indicare le revisioni delle prospettive reddituali. In particolare, tanto negli Stati Uniti quanto in Europa i settori alberghiero e del tempo libero sono stati fra i più duramente colpiti (grafico 1.1). L’emergere di un premio al rischio a livello di intero mercato è ravvisabile nella volatilità implicita dei prezzi delle opzioni su indici azionari, che in gennaio è tornata a crescere, pur rimanendo al di sotto degli alti livelli del settembre 2002 (grafico 1.3). Un ulteriore fattore di incertezza è stato forse il fatto che alcune primarie società si sono astenute dal diramare le consuete previsioni sugli utili futuri, adducendo a motivo la difficoltà di anticipare gli effetti di un conflitto. Come conseguenza delle revisioni in materia di utili e del premio di rischio bellico, nelle cinque settimane fino al 13 febbraio i mercati azionari di Stati Uniti ed Europa hanno perso in termini di valuta locale rispettivamente il 12 e il 14%. Il deprezzamento del dollaro USA sull’euro durante lo stesso periodo ha fatto sì che le dinamiche registrate dai due mercati siano state ugualmente mediocri se espresse nella stessa moneta.

Nonostante il nuovo premio di rischio, gli indici generali di mercato in termini di rapporto prezzo/utigli sono rimasti al disopra dei parametri storici. Certo, le valutazioni sarebbero più basse se tali ratio fossero calcolati sulla scorta dei profitti stimati per l'anno a venire (grafico 1.3). Tuttavia, questi ultimi hanno puntualmente superato gli utili effettivi, e le stime attuali si rivelerebbero oltremodo ottimistiche nel caso in cui non si dovesse concretizzare una robusta ripresa dell'economia. Per ridurre il più possibile gli effetti del ciclo economico, i rapporti prezzo/utigli potrebbero essere calcolati in base alle medie mobili degli utili effettivi dei cinque anni precedenti. Se misurati in questo modo, ai ratio eccezionalmente elevati registrati in passato ha fatto generalmente seguito un calo dei prezzi nel successivo periodo di cinque anni. Nel caso dell'S&P 500, il rapporto prezzo/utigli così calcolato era pari a circa 23 nel gennaio 2003, ancora al disopra del 17 registrato in media nel periodo 1961-95.

... ma le valutazioni continuano a scontare una robusta ripresa

Il mercato azionario di Tokyo è sembrato in genere meno esposto alle tensioni connesse con un possibile conflitto. Dopo aver mostrato una dinamica parallela a quella delle borse statunitensi ed europee nel mese di dicembre, in gennaio esso ha seguito un andamento autonomo. In un momento in cui le principali borse mondiali andavano accusando forti ribassi, gli investitori azionari in Giappone hanno rivolto la loro attenzione alle grandi banche del paese. Queste ultime avrebbero avviato iniziative per rafforzare la loro base patrimoniale in vista delle ispezioni della Financial Services Authority nipponica prima della conclusione dell'esercizio finanziario in marzo. Il 14 gennaio l'annuncio di Goldman Sachs di voler acquistare ¥150 miliardi di azioni privilegiate convertibili della Sumitomo Mitsui ha fatto salire dell'8% la quotazione della banca, mentre l'indice generale di mercato è aumentato dell'1%. Mizuho ha seguito a ruota il 21 gennaio con la notizia della cancellazione di debiti inesigibili per ¥2 trilioni, pari al 2,5% del suo portafoglio prestiti. Nonostante ciò, il titolo ha guadagnato il 4% e il TOPIX il 2%. Queste

Le banche giapponesi tentano di rafforzare la base patrimoniale



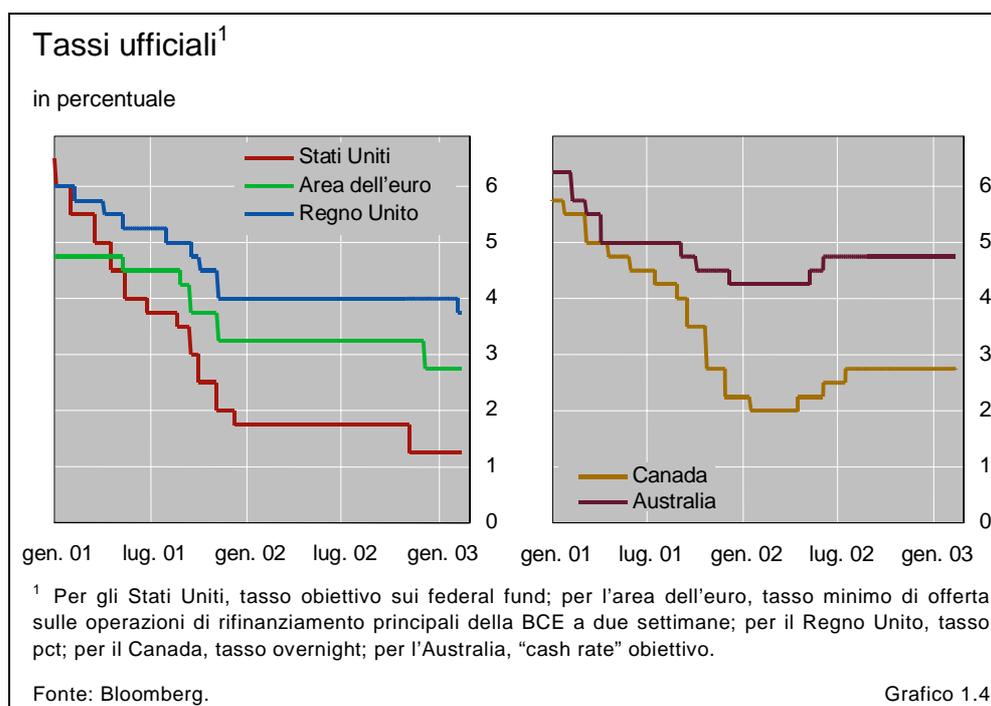
iniziative non hanno tuttavia impedito a Fitch di abbassare il merito di credito delle quattro maggiori banche il 30 di quel mese. Nondimeno, tra la metà di gennaio e la metà di febbraio la piazza di Tokyo è riuscita a mettere a segno un progresso dell'1,4%, surclassando in tal modo le borse valori di USA ed Europa.

## I mercati del reddito fisso scontano ancora una ripresa economica

Le riduzioni dei tassi ufficiali ad opera delle principali banche centrali sono sembrate tranquillizzare gli operatori sui mercati del reddito fisso. Le curve dei rendimenti negli Stati Uniti e in Europa si sono ulteriormente appiattite, rispecchiando le percezioni di una ripresa economica più debole. Tuttavia, la loro inclinazione è rimasta notevolmente ripida, a indicare aspettative in certa misura più ottimistiche delle previsioni di crescita prevalenti. Le riduzioni dei tassi guida possono avervi contribuito trasmettendo il segnale di un ritorno delle banche centrali a una fase di allentamento dopo un lungo periodo di invarianza dei saggi. Di fatto, la Federal Reserve, la BCE e la Banca d'Inghilterra hanno in successione diminuito i propri tassi in novembre, dicembre e gennaio (grafico 1.4). A fronte di tali riduzioni sul segmento a breve, tra metà gennaio e metà febbraio i tassi d'interesse a lungo termine statunitensi ed europei hanno registrato cali relativamente modesti, anche in presenza di ribassi dei corsi azionari.

Il segnale inviato dalla banca centrale statunitense è stato emblematico a questo riguardo. Dopo undici mesi di stasi nella manovra monetaria, il 6 novembre la Fed ha ridotto il tasso ufficiale di 50 punti base. Questa mossa sorprendentemente aggressiva rifletteva la volontà della Banca di intervenire a

Un segnale della disponibilità delle banche centrali ad agire

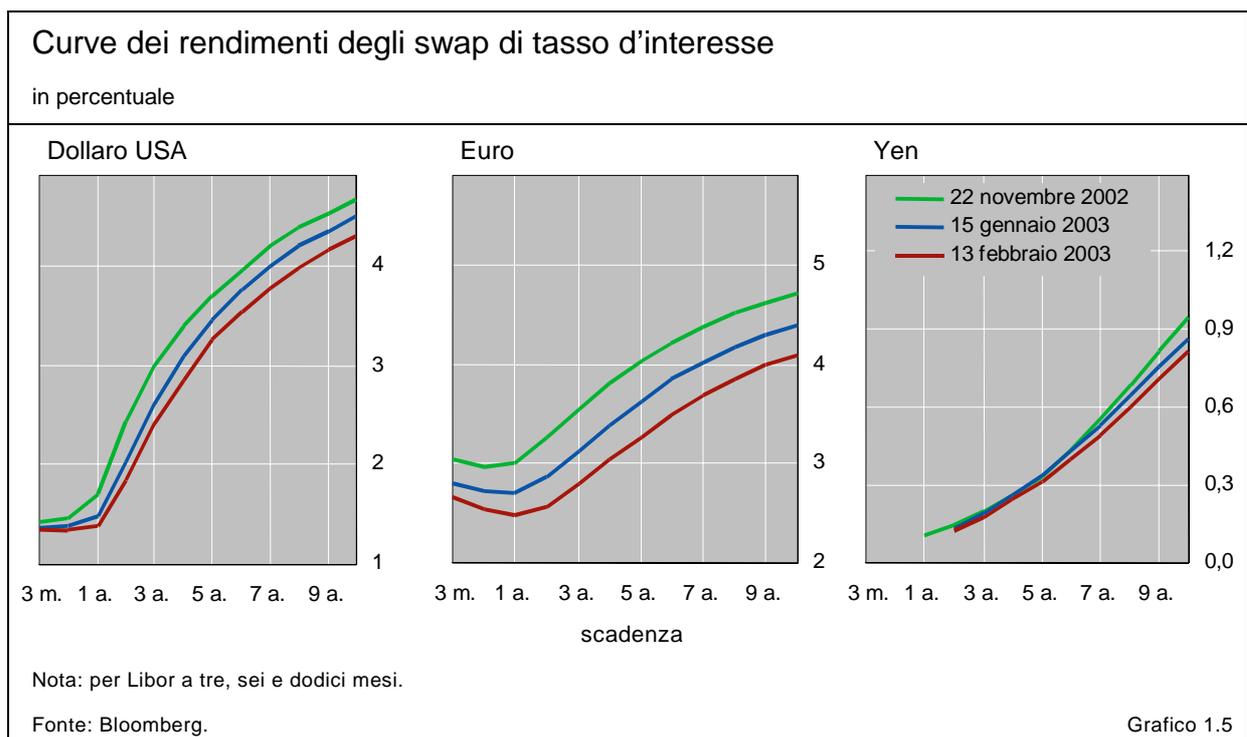


difesa dei propri obiettivi anche in presenza di un “target rate” già al livello dell’1,75%. In un intervento tenuto il 21 novembre, un membro del Consiglio dei Governatori ha accennato al fatto che la Fed non esiterebbe a far uso degli strumenti alternativi a sua disposizione per stimolare l’economia ove il tasso ufficiale dovesse perdere la sua efficacia. Il deciso allentamento statunitense si è posto in contrasto con l’azione di altre banche centrali. La riduzione del tasso da parte della Banca d’Inghilterra è stata più modesta e meno precoce, probabilmente a causa di timori dovuti all’eccessiva forza del settore immobiliare britannico. Invero, preoccupazioni analoghe sembrano aver influenzato in precedenza la decisione della Reserve Bank of Australia di aumentare il proprio tasso guida nel corso del 2002 (grafico 1.4). A questo riguardo la Banca del Canada si è mossa in controtendenza: anch’essa aveva accresciuto il costo del denaro, ma allo scopo di moderare una ripresa economica apparentemente troppo vigorosa.

La Fed potrebbe ricorrere ad altri strumenti

Gli operatori del reddito fisso sono sembrati mantenere l’ottimismo in misura maggiore dei loro omologhi sui mercati azionari. Rispetto al segmento dei titoli di Stato, i mercati swap hanno mostrato negli ultimi mesi una più elevata valenza informativa circa le aspettative di crescita, e ciò in quanto tali strumenti si prestano meno dei titoli pubblici a fungere da “approdo sicuro” e sono meno soggetti ai timori connessi con i disavanzi fiscali. Durante le sette settimane di rialzi dei corsi azionari in ottobre e novembre, il differenziale tra i rendimenti a 10 anni e quelli a tre mesi sul mercato degli swap in dollari USA si è ampliato di circa 75 punti base (grafico 1.5), ovvero a una media di 3,8 punti base per ogni punto percentuale di guadagno dell’S&P 500. Per contro, nel periodo di discesa dei listini tra metà gennaio e metà febbraio, la curva dei tassi swap USA si è appiattita di soli 17 punti base, ovvero a una media di 1,2 punti per ogni punto percentuale di perdita dell’S&P 500. Pertanto, se è vero

Solo un modesto appiattimento delle curve swap



che il livellamento della curva alla fine del periodo indicava aspettative di una ripresa più modesta negli Stati Uniti, la sua correzione verso il basso non ha controbilanciato gran parte del precedente ottimismo. Sul mercato dell'euro il corrispondente differenziale si è ristretto in misura ancor minore al momento dei cali borsistici di gennaio–febbraio, a riprova delle perduranti attese di un recupero, ancorché moderato, dell'economia in Europa.

## I prenditori societari cominciano a ridurre il loro grado di leva

Divergenze fra mercati del credito e mercati azionari agli inizi del 2003 ...

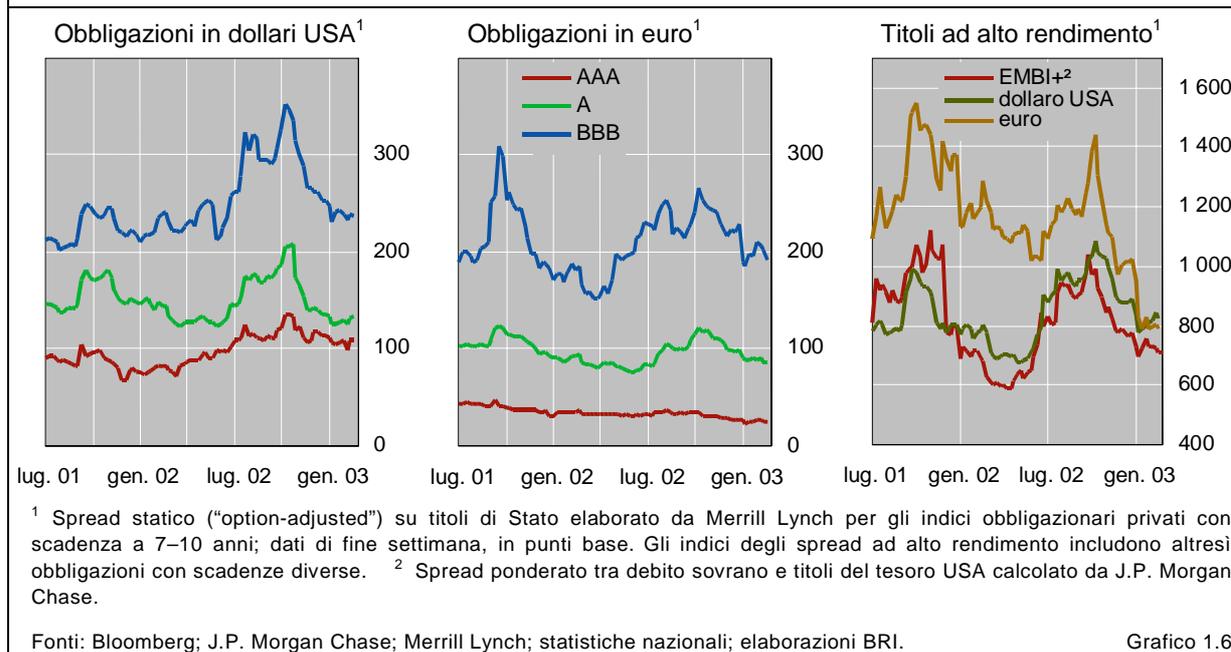
L'avversione al rischio che ha caratterizzato i mercati azionari nella prima parte del 2003 non sembra essersi propagata al mercato delle obbligazioni societarie. I due comparti si erano mossi entrambi al rialzo alla fine del 2002, allorché gli investitori avevano riacquisito fiducia nelle prospettive a breve dell'economia globale. A fine anno il differenziale USA tra obbligazioni BBB a 7-10 anni e titoli del Tesoro di pari scadenza era sceso a circa 240 punti base, 110 punti in meno del massimo di inizio ottobre (grafico 1.6). Successivamente, a partire da metà gennaio l'andamento degli spread creditizi è sembrato dissociarsi da quello dei corsi azionari, e anche quando questi sono crollati verso la fine del mese, i differenziali sui titoli di qualità bancaria e ad alto rendimento sono rimasti pressoché invariati.

Nonostante il generale miglioramento delle condizioni creditizie, agli inizi del 2003 i timori circa l'insufficiente finanziamento delle passività pensionistiche si sono estesi dagli Stati Uniti all'Europa, innalzando i costi della raccolta per alcune grandi società europee. Anche a causa dell'entità del sottofinanziamento dei loro piani pensionistici, nell'ottobre 2002 Standard & Poor's aveva abbassato il rating di diverse imprese statunitensi. Tra queste figuravano alcuni tra i maggiori emittenti societari USA, in particolare Ford, General Motors e le loro affiliate finanziarie. Nel febbraio 2003 l'agenzia ha segnalato che diverse imprese europee presentavano lo stesso problema e rischiavano quindi un declassamento del rating. Subito dopo l'annuncio gli spread tra obbligazioni e swap si sono ampliati di ben 60 punti base per la tedesca ThyssenKrupp (siderurgia/ingegneria) e di poco meno per le altre società interessate.

... quando gli investitori prendono atto dell'impegno di alcune imprese a ridurre il leverage

La relazione tra differenziali delle obbligazioni societarie e corsi azionari, che era stata evidente per gran parte del 2002, si è indebolita all'inizio di quest'anno anche a causa del riconoscimento, da parte degli investitori, degli sforzi compiuti dalle imprese per ridurre il grado di leva. Le misure volte a ridimensionare il debito, quali emissioni azionarie e vendite degli attivi, tendono a favorire i detentori di obbligazioni a scapito degli azionisti, e quindi a determinare un restringimento degli spread creditizi e/o un calo delle quotazioni azionarie. La riduzione del grado di leva finanziaria è un processo solitamente lento, che nel biennio 2001-02 si è perlopiù concretizzato in tagli agli investimenti di capitale. Se da un lato questi hanno contribuito a stabilizzare i livelli di indebitamento societario, dall'altro misure più radicali si rendono spesso necessarie per ristrutturare in profondità i bilanci.

## Spread su obbligazioni societarie



Alcuni "fallen angel" – società il cui debito è stato declassato dalla qualità bancaria al disotto del grado tripla B meno – hanno cominciato ad adottare misure più drastiche. Nel 2002 il declassamento dallo status di qualità bancaria a quello di alto rischio ha interessato obbligazioni per un valore di circa \$200 miliardi. Il mercato dei titoli a elevato rendimento è relativamente contenuto, il che rende difficile alle grandi imprese declassate rifinanziare le proprie passività in scadenza. Talune aziende statunitensi ed europee hanno fatto ricorso alla vendita di attività. A causa della debolezza dei mercati azionari, tali vendite hanno spesso assunto la forma di cessioni private o rilevazioni finanziate con capitale di rischio, piuttosto che di offerte pubbliche. Le sottoscrizioni di prestiti consorziali collegati a interventi di leveraged buyout sono di fatto balzate a \$18 miliardi nel quarto trimestre (cfr. il riquadro "Prestiti consorziali internazionali nel quarto trimestre 2002"). Alcuni "fallen angel" hanno annunciato il conferimento agli azionisti esistenti del diritto di prelazione sull'acquisto di nuove azioni, altri hanno emesso obbligazioni convertibili e altri ancora sono ricorsi a swap debito/capitale azionario o a conversioni del debito.

I "fallen angel" avviano processi di ristrutturazione

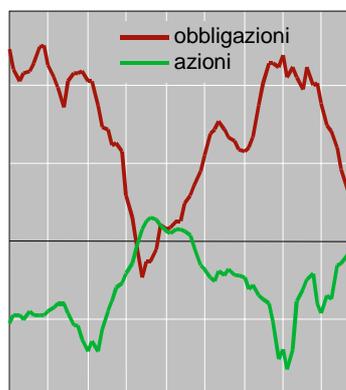
Il Giappone ha proseguito il suo cammino verso la ristrutturazione finanziaria. Come accennato in precedenza, le quattro maggiori banche nipponiche hanno annunciato piani volti a rafforzare la loro base patrimoniale. Mitsubishi Tokyo Financial Group ha lanciato un'offerta di azioni ordinarie per ¥360 miliardi, la più ingente mai realizzata da un'impresa privata in Giappone e la prima ad opera di una banca del paese dagli anni ottanta. Mizuho, Sumitomo Mitsui e UFJ hanno emesso azioni privilegiate per complessivi ¥1,6 trilioni circa. Sebbene tali strumenti siano in grado di migliorare gli indici di capitalizzazione, le loro caratteristiche di strumenti assimilabili al debito li rendono onerosi per la raccolta di capitale economico. Alcune azioni privilegiate, ad esempio, offrivano un dividendo significativamente superiore

## Riduzione del grado di leva delle imprese USA<sup>1</sup>

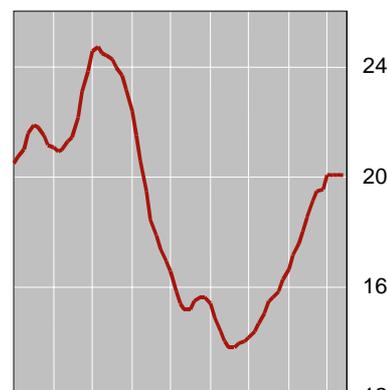
Debito in essere<sup>2,3</sup>



Emissioni nette<sup>2,3</sup>



Indice di copertura degli oneri finanziari<sup>2,4</sup>



85 87 89 91 93 95 97 99 01

85 87 89 91 93 95 97 99 01

85 87 89 91 93 95 97 99 01

<sup>1</sup> Imprese non finanziarie. <sup>2</sup> Media mobile di quattro trimestri. <sup>3</sup> In percentuale del PIL nominale. <sup>4</sup> Esborsi netti per interessi in percentuale del cash flow operativo. Gli esborsi netti per interessi non includono gli interessi figurativi. Il cash flow operativo corrisponde agli utili al lordo di interessi, imposte e ammortamenti, depurati degli effetti prodotti dall'inflazione sulle scorte.

Fonti: Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve; elaborazioni BRI.

Grafico 1.7

alla cedola di obbligazioni emesse di recente dalla stessa banca. Inoltre, i fondi così raccolti dai quattro istituti corrispondevano a meno del 5% delle sofferenze ufficialmente stimate e a una percentuale addirittura inferiore se calcolata in base alle stime condotte da numerosi economisti privati.

Il processo di ristrutturazione societaria apparentemente in corso negli Stati Uniti e in altre grandi economie non è ancora così pronunciato come lo era stato nel precedente periodo di "deleveraging". Tra il 1991 e il 1993 le imprese statunitensi avevano emesso titoli di capitale per rimborsare il debito in essere (grafico 1.7). In un contesto di più bassi tassi d'interesse, ciò aveva contribuito a un ingente calo dell'onere per interessi sul cash flow<sup>1</sup>. I livelli di indebitamento del settore societario USA nel suo complesso sono oggi al loro massimo storico se rapportati alla dimensione dell'economia. La necessità di ridurre il grado di leva risulta tuttavia meno pressante che alla fine degli anni ottanta, poiché rendimenti nominali eccezionalmente bassi contribuiscono a mantenere a livelli gestibili i costi per il servizio del debito. Malgrado l'ammontare record di indebitamento societario, l'incidenza dei costi per interessi sul cash flow è oggi inferiore rispetto a quell'epoca.

Cionondimeno, molte imprese starebbero gradualmente seguendo l'esempio dei "fallen angel" e rivedendo i propri bilanci. Negli ultimi anni le società USA hanno ridotto sensibilmente il riacquisto di azioni proprie, anche se i rimborsi continuano a superare le nuove emissioni. Nel 2001 le imprese hanno rifinanziato il proprio debito a breve su mercati a più lungo termine, contribuendo così a un brusco calo delle consistenze di commercial paper e prestiti bancari. Esse hanno poi drasticamente ridotto il proprio debito a più

I bassi rendimenti mantengono i costi per interessi a livelli accettabili malgrado l'alto indebitamento

Rallentano sensibilmente le emissioni nette di obbligazioni nazionali e internazionali

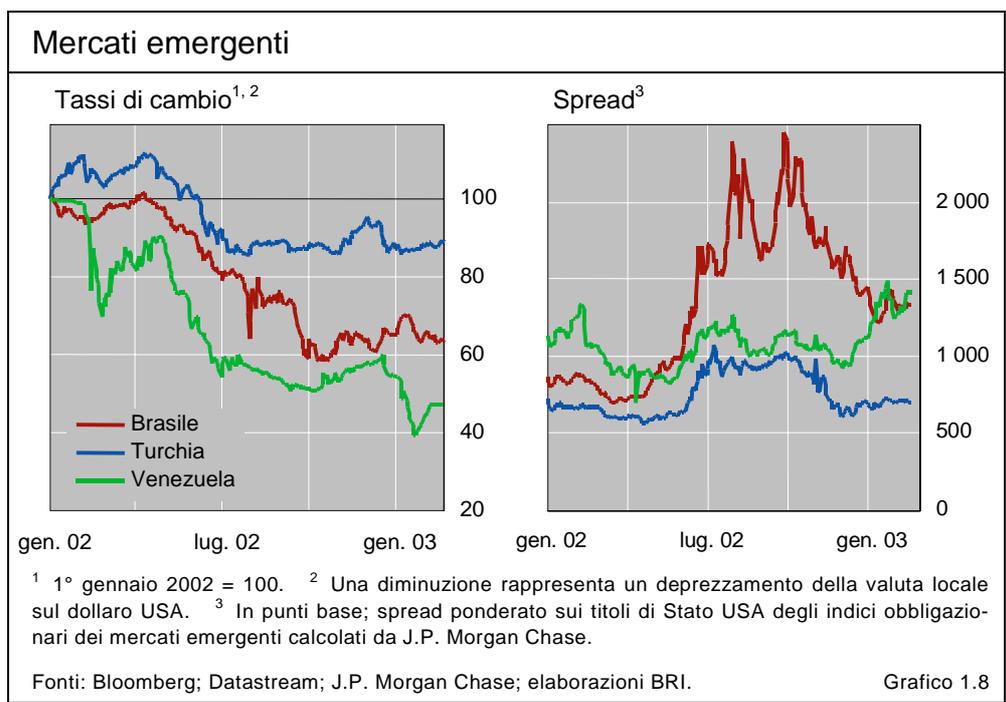
<sup>1</sup> Cfr. E.M. Remolona, R.N. McCauley, J.S. Ruud e R. Iacono (1992-93): "Corporate refinancing in the 1990s", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, inverno, pagg. 1-27.

lungo termine nella seconda metà del 2002, inducendo un marcato rallentamento delle emissioni nette sui mercati obbligazionari nazionali e internazionali (cfr. “Il mercato internazionale dei titoli di debito”).

### I mercati emergenti perdono slancio

Anche nei mercati emergenti le condizioni di finanziamento sono rimaste stabili al volgere dell’anno, a dispetto della volatilità dei mercati azionari mondiali. La fiducia verso Brasile e Turchia è migliorata dopo le elezioni, grazie anche all’impegno manifestato dai due nuovi governi di proseguire sulla strada delle riforme fiscali ed economiche, nonché al globale allentamento delle condizioni creditizie. Questa fase positiva ha tuttavia perso slancio in gennaio, al deteriorarsi della situazione in Venezuela.

Per gran parte di quel mese l’attenzione degli investitori si è focalizzata sugli sviluppi in questo paese, dove a inizio dicembre l’opposizione aveva avviato uno sciopero nazionale con l’intenzione di proseguirlo a oltranza fintantoché il presidente non avesse indetto nuove elezioni. Di fronte al persistere della protesta le pressioni sulla valuta e sugli spread sovrani si sono intensificate (grafico 1.8). Il bolívar si è deprezzato del 32% rispetto al dollaro tra il 2 dicembre e il 22 gennaio, data in cui il governo ha sospeso le contrattazioni sul mercato valutario. Queste sono state ripristinate due settimane dopo, in seguito all’introduzione da parte delle autorità di un regime di cambi fissi e di controlli valutari. Paradossalmente, l’imposizione dei controlli ha contribuito ad arrestare l’ampliamento degli spread sovrani del Venezuela, poiché i detentori di obbligazioni hanno sperato che ciò avrebbe permesso di preservare le riserve valutarie ufficiali a garanzia delle obbligazioni connesse



con il debito esterno del paese. A partire da fine gennaio, anche il graduale attenuarsi delle agitazioni ha contribuito a stabilizzare il mercato.

Lo sciopero in Venezuela accresce sia i prezzi petroliferi che il clima di incertezza

Lo sciopero in Venezuela ha avuto ripercussioni internazionali a causa del suo impatto sul prezzo del petrolio. Il paese è infatti il nono maggior produttore di greggio e il quarto esportatore a livello mondiale. Molti dipendenti della società petrolifera statale PDVSA hanno aderito alla protesta, provocando un grave calo in termini di produzione e di export. Questi eventi, congiuntamente alle prospettive di guerra in Iraq, hanno portato a un aumento di oltre il 20% del prezzo del Brent tra gli inizi di dicembre e la fine di gennaio.

Le tensioni sociali venezuelane hanno talvolta acuito il clima di incertezza in altri paesi latino-americani, facendo passare in secondo piano nella prima parte del 2003 notizie che avrebbero dovuto accrescere la fiducia degli investitori, quali l'annuncio in Brasile di un obiettivo più elevato per l'avanzo primario e il varo da parte dell'Argentina di un nuovo programma FMI della durata di sette mesi. Anche le ripercussioni economiche di un eventuale conflitto in Iraq hanno pesato sul clima di mercato. Di conseguenza, il restringimento dei differenziali sul debito sovrano osservato nell'ultimo trimestre del 2002 non è proseguito nel nuovo anno.

I prenditori brasiliani sono tornati sui mercati obbligazionari internazionali a cavallo tra il 2002 e il 2003 per rifinanziare passività in scadenza. Tuttavia, la loro raccolta in termini di nuovi finanziamenti netti è stata contenuta (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"). Rispetto all'anno precedente, a metà febbraio gli spread sulle obbligazioni internazionali del governo brasiliano, benché al disotto del massimo di inizio ottobre, risultavano ancora superiori di 500 punti base e la valuta si era deprezzata del 33% nei confronti del dollaro USA.

L'Asia importa fondi ad alto rischio ...

Mentre nel 2002 i residenti latino-americani hanno effettuato rimborsi netti per \$5 miliardi sul mercato obbligazionario internazionale, quelli asiatici hanno raccolto \$21 miliardi in termini di nuove emissioni nette. Di fatto, lo scorso anno gli emittenti dell'Asia hanno sostituito quelli dell'America latina in qualità di mutuatari più attivi sui mercati emergenti. I paesi asiatici di quest'area sono stati inoltre interessati da ingenti afflussi di fondi da banche estere, che nel terzo trimestre 2002 hanno persino superato quelli precedenti la crisi del 1997-98 (cfr. "Il mercato bancario internazionale").

I recenti afflussi all'Asia emergente sono stati determinati sia dalle buone prospettive di crescita che da una robusta domanda di credito. Grandezze economiche fondamentali già forti o in miglioramento in gran parte dell'area hanno attratto l'interesse degli investitori globali. Anche se la questione della sicurezza nella penisola coreana ha influito sugli spread sovrani della Corea nella prima parte del 2003, la maggioranza delle economie dell'Asia emergente ha continuato a godere di un accesso assai favorevole ai mercati internazionali. Al tempo stesso l'espansione economica nella regione ha sostenuto la domanda di credito di famiglie e imprese. I mutuatari hanno spesso incontrato difficoltà a collocare sull'interno passività qualitativamente mediocri, come i debiti subordinati, e si sono pertanto rivolti ai mercati esteri.

Nonostante tali afflussi, l'Asia emergente resta un esportatore netto di capitali. Le economie dell'Est e del Sud-Est asiatico continuano a presentare ampi surplus di parte corrente, per un totale di circa \$90 miliardi nel 2002. La regione sembra attirare investimenti più rischiosi, quali capitali azionari e debiti subordinati, provvedendo allo stesso tempo a rimborsare il proprio debito esterno e ad accumulare attività sicure e liquide. Le banche centrali dell'area hanno in particolare acquistato titoli di agenzie USA e altre attività a basso rischio per ingenti ammontari (cfr. la sezione monografica "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari"). Questo profilo dei flussi di capitale ha determinato un significativo rafforzamento nel saldo esterno della regione.

... ma esporta  
capitali sicuri