

1. Quadro generale degli sviluppi: mercati dinamici, economie deboli

Nei mesi di aprile e maggio 2003 si è osservata un'insolita divergenza nelle opinioni degli operatori circa le prospettive della crescita globale. I mercati azionari e creditizi hanno segnato forti rialzi in questo periodo, anche quando le curve dei rendimenti si sono appiattite. Una serie di deludenti annunci macroeconomici ha portato gli investitori in swap e titoli di Stato a rivedere al ribasso le aspettative sull'espansione dell'economia. Per contro, gli operatori nei mercati azionario e creditizio hanno trascurato la debolezza dei dati macroeconomici, focalizzando invece l'attenzione su segnalazioni di utili societari migliori del previsto.

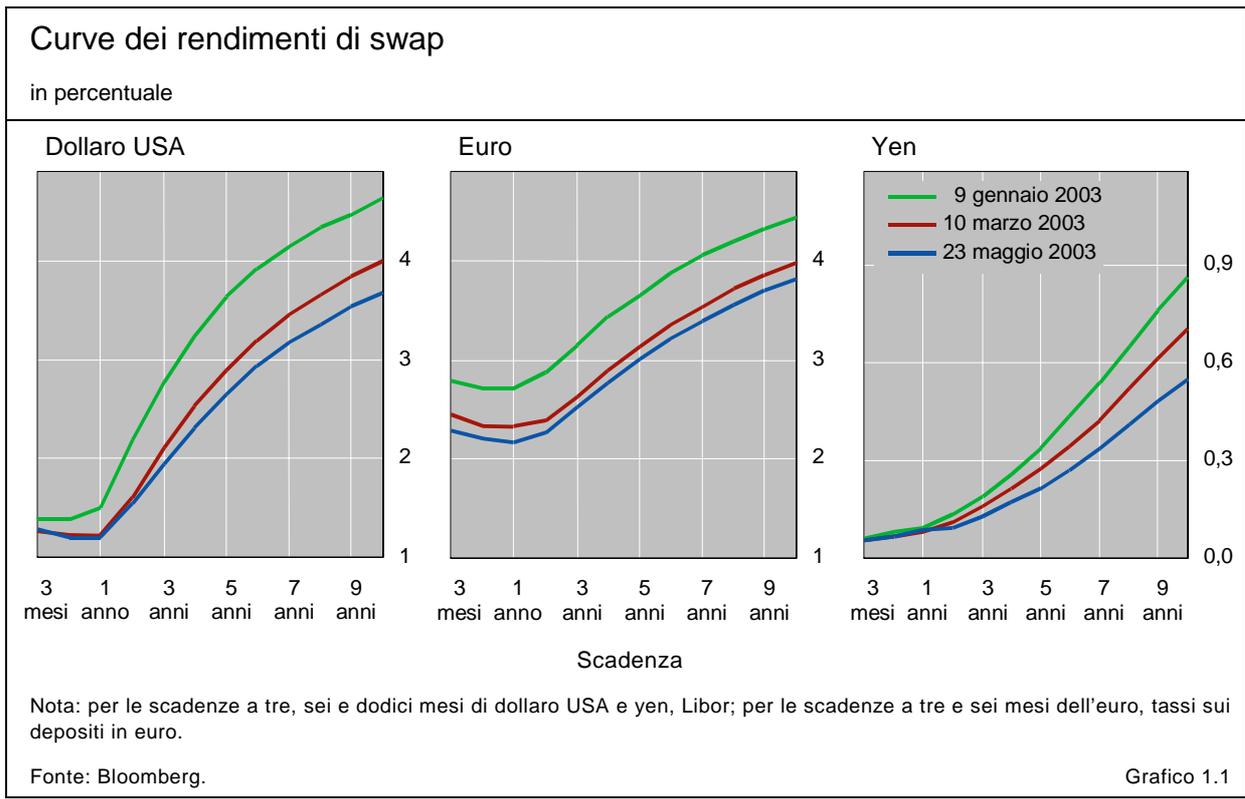
I differenziali sui titoli a più alto rendimento, sia societari che sovrani, sono scesi a livelli non più osservati dalla fine degli anni novanta, allorché la crescita mondiale era nettamente più forte di quella attuale. Di fronte a rendimenti nominali eccezionalmente bassi, gli investitori – alla ricerca di guadagni più elevati – sono sembrati disposti ad accrescere la loro esposizione al rischio di credito. Malgrado l'impennata dei collocamenti di obbligazioni nel primo trimestre e le scarsissime emissioni azionarie, le aspettative di un ulteriore rafforzamento dei bilanci paiono essere rimaste invariate. Le economie emergenti pesantemente indebitate come Brasile e Turchia, che non più tardi del luglio 2002 si erano viste estromettere dai mercati internazionali dei capitali, hanno potuto farvi ritorno a condizioni relativamente favorevoli.

I tassi d'interesse calano ai minimi storici

Rendimenti a lungo termine al livello più basso da 45 anni

In maggio i tassi d'interesse a lungo termine sui principali mercati hanno toccato minimi storici. Il calo dei rendimenti ha avuto inizio a metà aprile, dopo la conclusione della maggiore offensiva in Iraq, e il 22 maggio il rendimento nominale della Treasury note a dieci anni è sceso al 3,31%, il livello più basso dal 1958 e inferiore di circa 50 punti base a quello di fine 2002. I rendimenti dei titoli di Stato tedeschi di pari scadenza hanno registrato una flessione analoga, al 3,54%, il minimo da decenni, mentre quelli delle corrispondenti obbligazioni giapponesi e svizzere sono risultati persino inferiori.

La diminuzione dei rendimenti in aprile e maggio ha segnalato un ritorno al pessimismo sulle prospettive di crescita, già manifestatosi nella prima



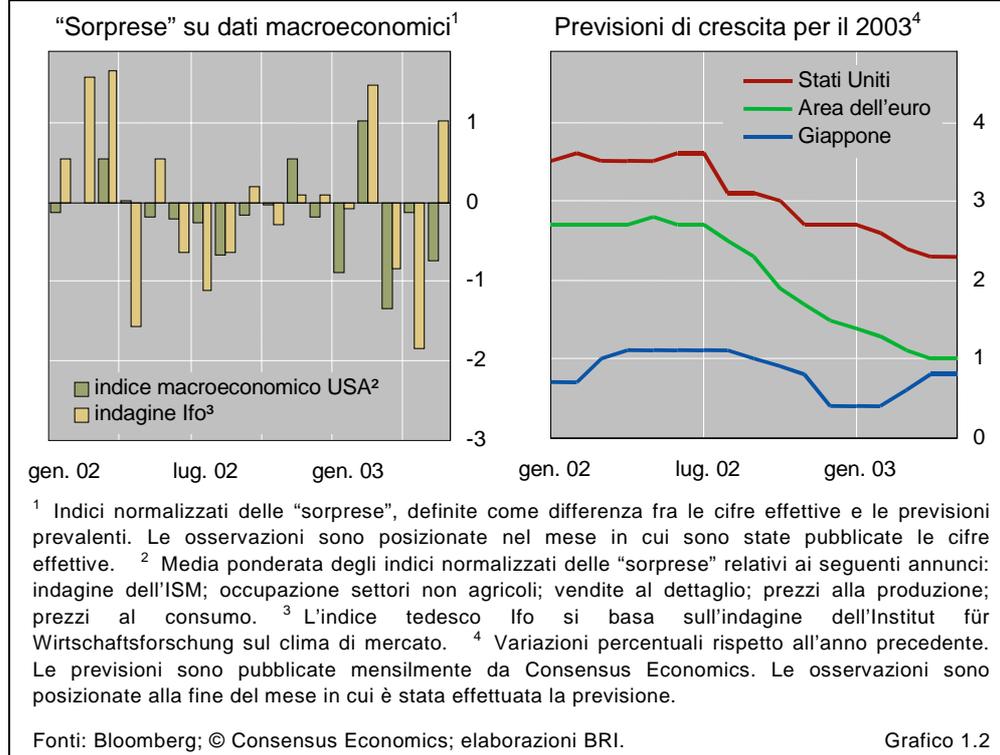
parte dell'anno sui mercati dei titoli di Stato e degli swap. Dagli inizi di gennaio a metà marzo i rendimenti a lungo termine si erano costantemente ridotti e le curve sensibilmente appiattite, sulla scia di segnali di prolungata debolezza dell'economia (grafico 1.1). Tale tendenza si è interrotta nei giorni immediatamente prima e dopo l'inizio della guerra in Iraq, allorquando si è accentuata l'inclinazione delle curve dei rendimenti, malgrado l'assenza di dati macroeconomici positivi. Di fatto, sui mercati obbligazionari e degli swap la sorprendente fragilità dei dati sull'occupazione USA nell'industria e nei servizi, considerati in genere un indicatore guida, è passata inosservata.

La caduta dei prezzi del petrolio a metà marzo può aver alimentato il rinnovato ottimismo sulle prospettive di crescita evidenziato dalla forte inclinazione delle curve dei rendimenti in tale periodo. Tuttavia, la maggior parte degli economisti non ha condiviso tale sentimento, continuando a rivedere al ribasso le proprie previsioni di crescita per gli Stati Uniti e l'area dell'euro (grafico 1.2). La quantità di notizie macroeconomiche negative ha infine raggiunto proporzioni tali da non poter essere più ignorata dagli investitori nei mercati dei titoli di Stato e degli swap, e a metà aprile le curve hanno ricominciato ad appiattirsi.

Anche i timori di deflazione manifestati dalle principali autorità monetarie hanno concorso al livellamento delle curve dei rendimenti. Il 6 maggio, pur mantenendo invariato il tasso ufficiale, il Federal Open Market Committee degli Stati Uniti ha rilevato come un clima economico in cui i rischi parevano bilanciati coesistesse con una tendenza dei prezzi per cui il rischio di deflazione prevaleva ormai su quello inflazionistico. In tale data il rendimento della Treasury note decennale è calato di 3 punti base. Due giorni dopo la BCE

Dati deboli appiattiscono le curve dei rendimenti

Dati macroeconomici e previsioni di crescita



ha specificato che, nell’ambito della sua strategia, avrebbe mirato a mantenere nel medio periodo un tasso d’inflazione “su livelli prossimi al 2 per cento” al fine di premunirsi contro i rischi deflazionistici, assicurando nondimeno gli investitori che questi ultimi non rappresentavano un problema per l’insieme dell’area dell’euro. Un mese prima la Banca del Giappone, in presenza di un’economia già alle prese con la deflazione, aveva annunciato la revisione del suo programma d’acquisto di titoli garantiti da attività. Mediante la negoziazione di tali strumenti essa potrebbe accrescere l’efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, bypassando le grandi ma deboli banche commerciali.

Investitori alla ricerca di rendimenti

Protratti rialzi delle obbligazioni societarie ...

Nonostante il calo dei rendimenti e l’appiattimento delle curve in aprile e maggio, gli spread creditizi hanno continuato a restringersi. Il recupero iniziato nei mercati del credito a metà ottobre 2002 è continuato pressoché ininterrotto nei primi cinque mesi del 2003. I rendimenti delle obbligazioni di imprese USA con rating BBB si sono ristretti rispetto a quelli dei Treasuries statunitensi di 30 punti base nel primo trimestre, e di ulteriori 40 punti nelle otto settimane fino al 23 maggio. I mercati creditizi non avevano registrato una ripresa così sostenuta dal 1993–94, quando l’economia era uscita dalla recessione dei primi anni novanta.

Il restringimento degli spread creditizi è stato in parte una conseguenza imprevista della diminuzione dei tassi d’interesse. Durante il lungo calo dei tassi le posizioni in titoli di Stato e altri titoli con elevato merito di credito

avevano fruttato agli investitori rendimenti eccezionalmente alti sotto forma di plusvalenze di capitale. Nel periodo 2000–02 i rendimenti annui medi dell'indice Merrill Lynch per i titoli di Stato USA e dell'indice per i titoli di Stato dell'area dell'euro erano pari rispettivamente all'11 e all'8%. Nel 2003, tuttavia, il livello dei tassi era già talmente contenuto che molti operatori ritenevano improbabile un suo ulteriore calo. Pertanto, investitori di norma prudenti si sono rivolti alle emissioni societarie a più elevato rendimento e a quelle di prenditori emergenti per ottenere maggiori guadagni. Di fatto, i fondi comuni che investono in tali valori hanno registrato afflussi record nella prima parte di quest'anno (grafico 1.3).

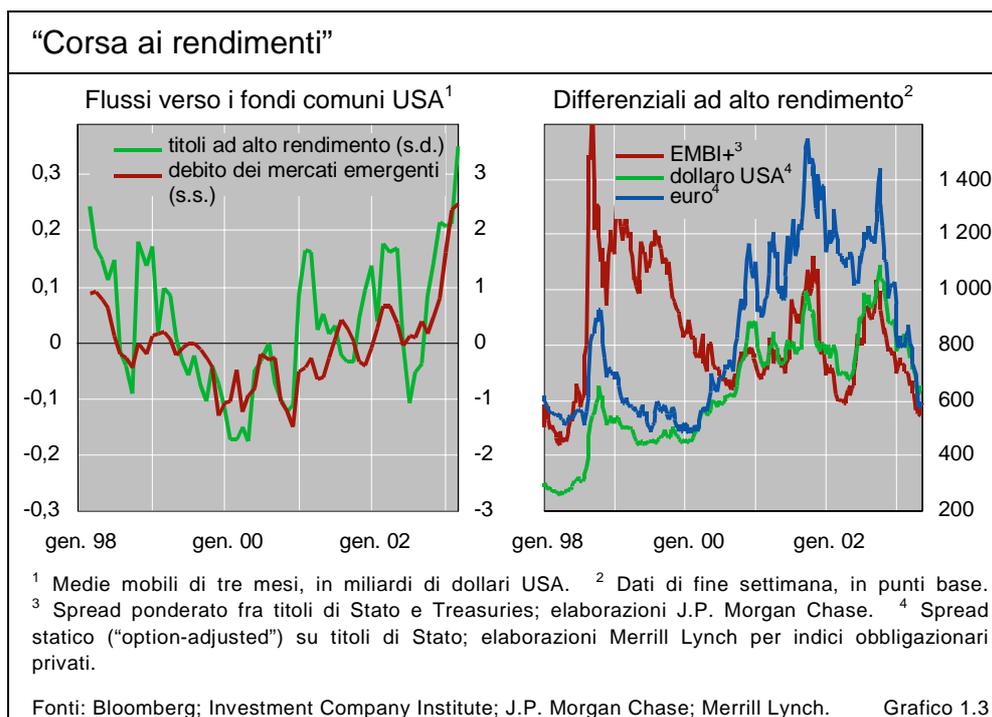
... sostenuti da una caccia ai rendimenti

I mercati emergenti sono stati tra i maggiori beneficiari di questa strategia. Real brasiliano, peso argentino, rand sudafricano e altre valute a più alto rendimento si sono apprezzati man mano che gli investitori si rivolgevano ai mercati locali del reddito fisso. Inoltre, gli spread sulle obbligazioni emergenti denominate in dollari si sono ristretti di 200 punti base in media tra la fine del 2002 e gli ultimi di maggio, scendendo al livello più basso dagli inizi del 1998 (grafico 1.3). Anche paesi pesantemente indebitati come Brasile e Turchia, che non più tardi del luglio dello scorso anno si erano visti estromettere dai mercati internazionali dei capitali, hanno potuto farvi ritorno a condizioni relativamente favorevoli.

Il Brasile e la Turchia fanno ritorno al mercato

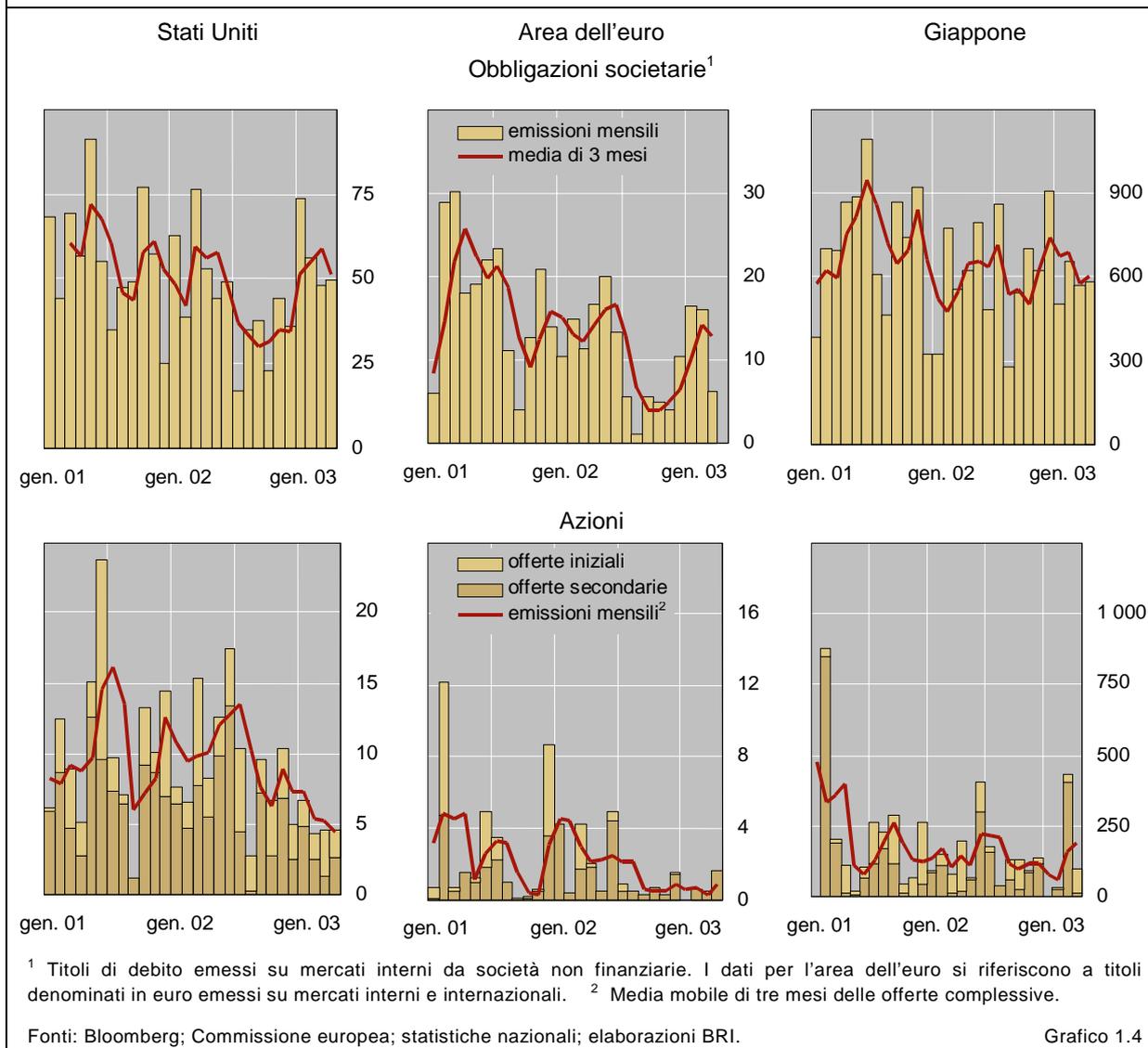
Le preoccupazioni circa le grandezze fondamentali dell'economia hanno talvolta inciso sugli spread, ma il loro impatto è stato in genere circoscritto e annullato rapidamente. Agli inizi di marzo l'annuncio di vendite automobilistiche inferiori al previsto negli Stati Uniti ha fatto calare il prezzo delle emissioni di Ford e General Motors. Sebbene in altri comparti sia continuata la ripresa, in tale periodo gli indici delle obbligazioni societarie sono tendenzialmente calati, a causa del forte peso che il settore automobilistico ha nella loro composizione.

Incidenza relativa dei "fondamentali"



Raccolta sui mercati dei capitali

emissioni lorde; in miliardi di unità di moneta locale



Nei mercati emergenti gli investitori sono rimasti sensibili ai continui miglioramenti delle politiche, al mantenimento della stabilità macroeconomica, nonché all'esito dei programmi concordati di assistenza finanziaria estera. Ad esempio, in Turchia lo spread sulle emissioni sovrane ha temporaneamente segnato un forte aumento a metà marzo, da 750 punti base a quasi 1 000, in seguito alla notizia che un pacchetto finanziario per svariati miliardi di dollari allestito dagli Stati Uniti sarebbe stato ridotto drasticamente. Nel contempo, in Corea la rivelazione di irregolarità contabili presso uno dei maggiori conglomerati del paese ha scosso i mercati finanziari locali (cfr. il riquadro a pagina 11).

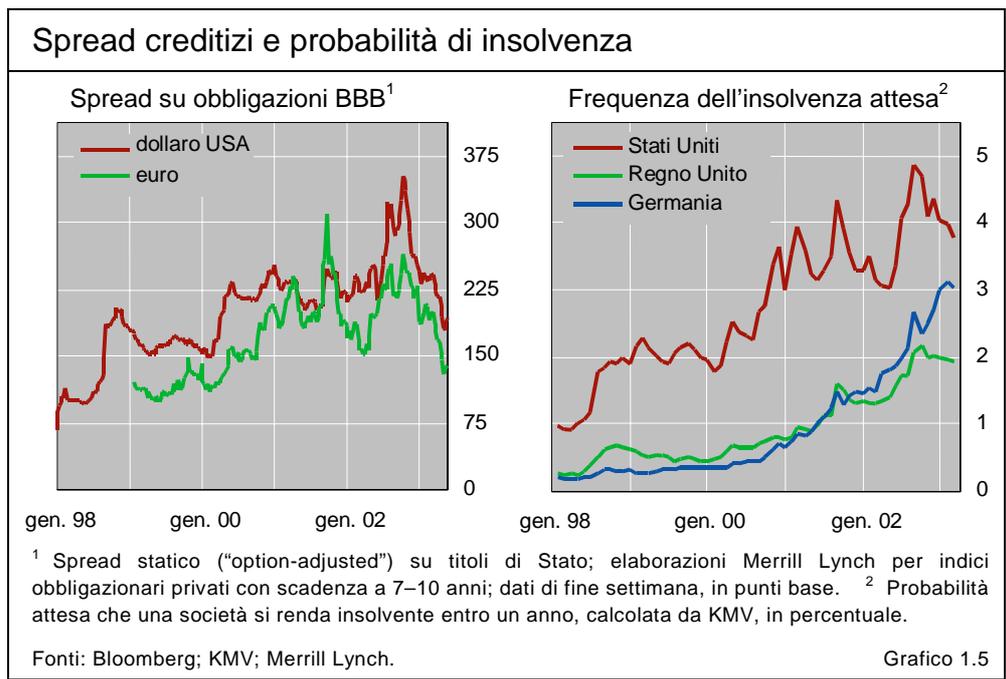
L'impennata dei prestiti obbligazionari nel primo trimestre 2003 è stata facilmente assorbita dai mercati. Le emissioni lorde dei prenditori societari hanno registrato una forte ripresa sui mercati nazionali e internazionali (grafico 1.4). Tale attività è stata in gran parte sospinta da rifinanziamenti di debiti in scadenza. Ciò nonostante, nel primo trimestre le nuove emissioni

nette sono state superiori rispetto agli ultimi periodi. Nel mercato internazionale dei titoli di debito i nuovi collocamenti hanno sopravanzato i rimborsi per \$341 miliardi, quasi il doppio degli importi raccolti su base netta in ciascuno dei due trimestri precedenti (cfr. “Il mercato internazionale dei titoli di debito” nella presente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). La raccolta di istituzioni finanziarie europee ha contribuito a buona parte dell’aumento, ma anche le emissioni nette delle imprese sono state in rialzo.

L’accelerazione dell’attività netta di emissione è in parte imputabile ai finanziamenti anticipati in previsione della guerra in Iraq. Le società, preoccupate per un possibile aumento dei tassi d’interesse allo scoppio del conflitto, si sono affrettate ad assicurarsi bassi costi di raccolta. Alla fine del primo trimestre 2003 molte imprese avrebbero completato finanche la metà dei loro piani di finanziamento per l’anno. I dati preliminari indicano un rallentamento delle emissioni private lorde a cavallo fra il primo e il secondo trimestre, e ciò fa ritenere che l’indebitamento societario sia tornato ai livelli più modesti dell’ultima parte del 2002. Inoltre, il credito bancario si è nuovamente contratto. Nel primo trimestre le sottoscrizioni di prestiti consorziali da parte di società non finanziarie sono scese del 12% rispetto a un anno prima (cfr. “I prestiti consorziali internazionali nel primo trimestre 2003” nella presente edizione della *Rassegna*). Il credito alle società statunitensi è stato particolarmente fiacco.

Le imprese hanno continuato a fare affidamento sulla vendita di attività e, in particolare, sul cash flow per ridurre i propri fabbisogni di finanziamento. Molte hanno segnalato migliori margini di profitto, conseguiti riducendo la spesa in conto capitale e tagliando ancor più i costi operativi. Negli ultimi mesi alcune società hanno altresì rafforzato le proprie posizioni patrimoniali emettendo titoli “mandatory convertible”, rimborsabili unicamente in azioni. Tuttavia, le offerte iniziali e secondarie di capitale sono rimaste a livelli molto bassi.

Finanziamenti anticipati in previsione della guerra



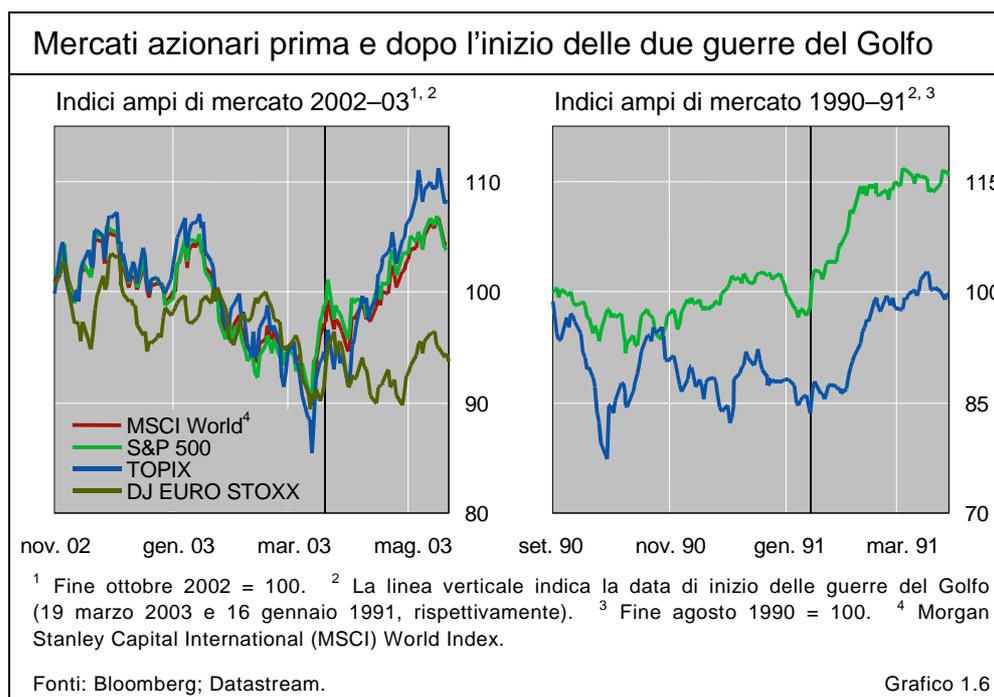
Il rapido calo degli spread solleva quesiti

Le aspettative di ulteriori riduzioni del grado di leva (“deleveraging”), unitamente ai maggiori margini di profitto e a un calo nel numero delle insolvenze societarie, hanno finora contribuito al restringimento degli spread. Se tali aspettative si rivelassero troppo ottimistiche, i recenti guadagni sui mercati creditizi potrebbero essere in parte annullati. A metà maggio gli spread BBB si sono attestati sul valore medio decennale di 180 punti base. Tuttavia, le misurazioni “market-based” delle probabilità di insolvenza, che nel periodo 1998–2002 avevano ricalcato relativamente da vicino l’ampliamento degli spread, non sono ancora diminuite dai massimi toccati alla fine del 2002 (grafico 1.5). Inoltre, in aprile e maggio le prospettive di crescita rispecchiate dalle curve dei rendimenti si sono poste in contrasto con il rafforzamento delle grandezze fondamentali implicito nei minori spread creditizi. Ciò induce a chiedersi se la “corsa ai rendimenti” degli investitori abbia ridotto gli spread più rapidamente che non il miglioramento della qualità creditizia.

Forse troppo ambiziose le aspettative degli investitori azionari

Le cifre sugli utili generano ottimismo

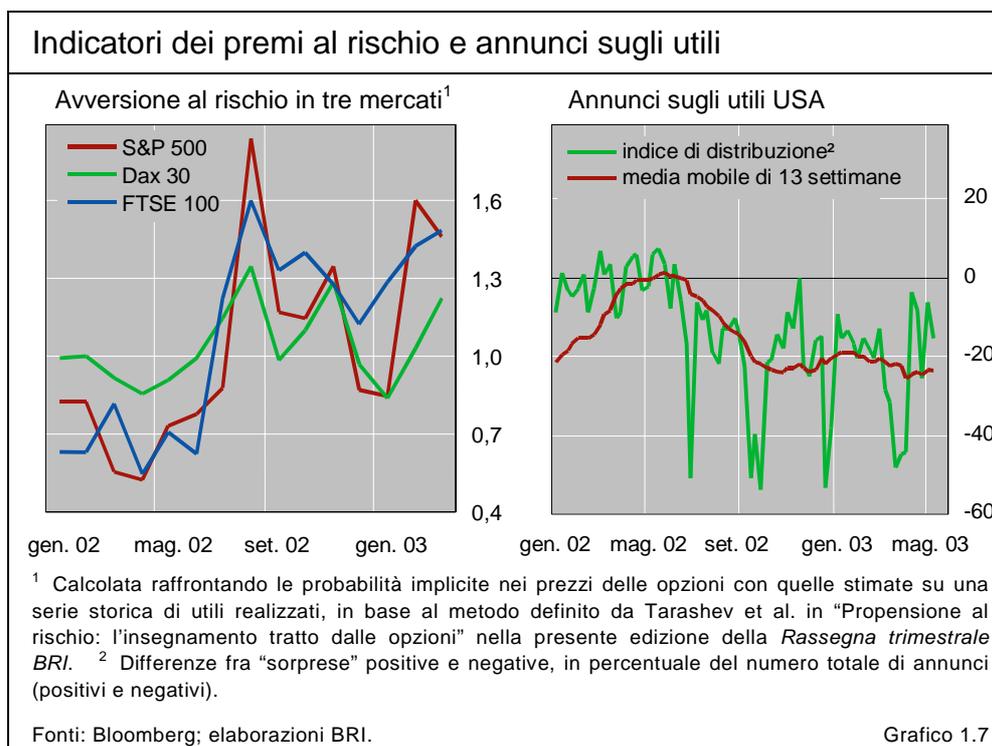
Anche gli investitori azionari sono sembrati non curarsi dell'appiattimento delle curve dei rendimenti e dei deboli dati macroeconomici di aprile e maggio. Il calo delle borse mondiali cominciato a metà gennaio si è bruscamente arrestato nella seconda settimana di marzo, quando la guerra in Iraq appariva imminente (grafico 1.6). I successi bellici ottenuti dalla coalizione hanno alimentato un rialzo dei mercati azionari a cavallo tra marzo e aprile. Successivamente alla caduta di Baghdad, gli investitori hanno rivolto l'attenzione verso le segnalazioni sugli utili societari, trovandovi motivi di ottimismo anche quando sui mercati degli swap e dei titoli governativi è prevalso il sentimento opposto.



Per quanto gli eventi connessi con gli sviluppi in Iraq avessero cominciato a ripercuotersi sulla fiducia degli investitori già nel dicembre 2002, l'influsso dell'eventualità di una guerra si è fatto più pesante a partire dal 16 gennaio, quando gli ispettori ONU hanno rinvenuto testate missilistiche irachene vuote. Tale incertezza ha evidentemente richiesto un premio al rischio. Gli indicatori di tale premio, rigorosamente stimato in base ai prezzi delle opzioni su indici azionari, sono nettamente aumentati nel corso di gennaio e febbraio (grafico 1.7). Tra il 16 gennaio e il 12 marzo, l'MSCI World Index ha perso il 13%, l'S&P 500 il 12% e il Dow Jones EURO STOXX il 20% (grafico 1.1, diagramma di sinistra).

Il repentino mutare del clima di mercato all'evolversi del conflitto – otto settimane di ansia seguite da quattro settimane di rialzi – fornisce un interessante spunto di analisi dell'umore degli investitori. Nella seconda settimana di marzo, allorché l'apertura delle ostilità sembrava pressoché inevitabile, gli operatori sono sembrati riacquistare improvvisamente fiducia. Con tutta probabilità, si sono rammentati di ciò che accadde nel gennaio 1991, quando i mercati azionari salirono nettamente non appena scoppiò la guerra del Golfo (grafico 1.6, diagramma di destra). Anticipando forse un simile rialzo, gli investitori hanno cominciato a effettuare acquisti ancor prima dell'avvio della campagna militare. I prezzi azionari hanno segnato un recupero il 13 marzo 2003, sei giorni prima del conflitto, continuando a far registrare forti aumenti nei giorni immediatamente successivi al suo inizio. Tale andamento si è interrotto verso la fine di marzo – quando si sono avute notizie della resistenza incontrata dalle forze della coalizione – ma è proseguito nella prima settimana di aprile, all'annuncio della presa dell'aeroporto internazionale di Baghdad. Nelle quattro settimane dal 17 marzo al 14 aprile, l'MSCI World Index e

Gli investitori acquistano ancor prima dell'inizio delle ostilità



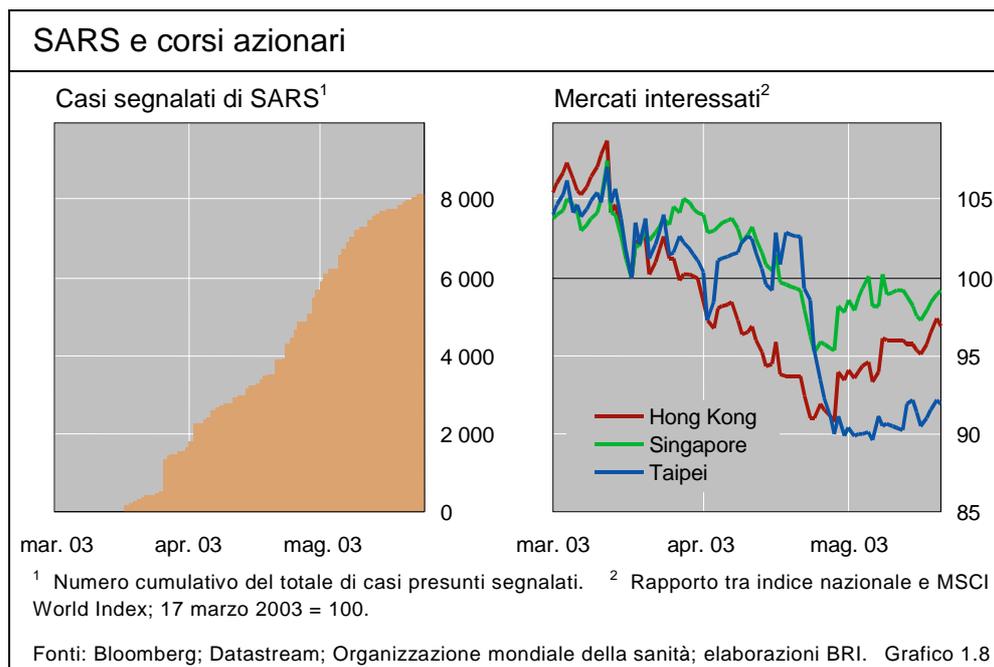
l'S&P 500 hanno guadagnato il 10%, e il Dow Jones EURO STOXX il 16%. Nell'insieme del periodo, i mercati europei hanno fatto registrare aumenti e diminuzioni tendenzialmente superiori a quelli statunitensi. Ciò è in parte attribuibile al maggior peso, in Europa, dei settori che più hanno risentito della recente volatilità, ossia l'assicurativo, il tecnologico e il finanziario.

Tardivo ritorno ai "fondamentali" dell'economia

Per gli investitori nei mercati azionari la guerra in Iraq ha rappresentato una digressione dalle consuete grandezze fondamentali. Nel periodo appena precedente il conflitto e durante i combattimenti stessi, gli operatori di borsa sono sembrati trascurare i principali annunci macroeconomici. Il 4 aprile, ad esempio, la pubblicazione di dati sorprendentemente deboli sull'occupazione non agricola USA ha avuto uno scarso impatto sui mercati. Quando la guerra era considerata ormai conclusa, tuttavia, gli operatori sono tornati alle loro tradizionali attività, mostrando di apprezzare la situazione che si presentava loro dinanzi. Sebbene gli annunci negativi sugli utili delle imprese statunitensi continuassero a superare quelli positivi (grafico 1.7), le notizie provenienti dalle società più importanti erano generalmente buone. Ad esempio, i risultati di AOL, AT&T e Microsoft negli Stati Uniti e di Nokia, Philips e Siemens in Europa si sono rivelati migliori delle aspettative. Ciò ha prolungato di cinque ulteriori settimane la fase rialzista dei mercati globali, e tra il 14 aprile e il 16 maggio l'MSCI World Index è aumentato dell'8%. L'eccezione più rilevante a questo andamento positivo delle segnalazioni è stata la diffusione di dati reddituali sfavorevoli da parte di Sony il 24 aprile, che ha fatto scendere il TOPIX dell'1,5%.

I mercati asiatici di fronte alla SARS

Mentre negli Stati Uniti e in Europa si assisteva alla ripresa dei mercati azionari, gli investitori sulle piazze asiatiche si sono trovati di fronte a un'insolita minaccia. Nella terza settimana di marzo sono stati segnalati in Asia i primi casi di sindrome respiratoria acuta severa – SARS (grafico 1.8). La notizia ha causato una brusca flessione dei corsi azionari a Hong Kong SAR,



Singapore e Taiwan (Cina). Per questi mercati, che di norma seguono da vicino l'andamento di quello statunitense, il peggioramento relativo della performance registrato successivamente all'insorgere dell'epidemia è stato sorprendente. Tra metà marzo e fine aprile i risultati delle borse di Hong Kong, Singapore e Taipei in rapporto all'MSCI World Index sono stati inferiori rispettivamente dell'8, del 3,4 e del 12%. In particolare, sono stati pesantemente colpiti i titoli di compagnie aeree e alberghiere: Cathay Pacific, ad esempio, ha subito un calo del 15%. Dal lato opposto del Pacifico, a Toronto, i corsi azionari non hanno risentito dell'inclusione della città canadese tra le destinazioni sconsigliate ai viaggiatori dall'Organizzazione mondiale della sanità (OMS). Le perdite delle borse valori hanno cominciato ad attenuarsi soltanto il 29 aprile, quando l'OMS ha segnalato che l'epidemia aveva ormai raggiunto il suo apice a Hong Kong SAR, Singapore, Toronto e in Vietnam. In una giornata, i mercati azionari di Hong Kong e Singapore hanno entrambi guadagnato più del 3,5%. Tuttavia, il virus ha continuato a rappresentare un serio problema in Cina, dove le borse sono state chiuse agli inizi di maggio.

Il recupero dei mercati mondiali in marzo e aprile ha ulteriormente innalzato le valutazioni azionarie al disopra dei parametri storici. Utilizzando una media mobile di cinque anni per i profitti, il rapporto prezzo/utili dell'S&P 500 sfiorava in aprile quota 23, un livello significativamente superiore alla media di 17 rilevata nel periodo 1961–95. Le valutazioni attuali appaiono più coerenti nell'ipotesi che gli utili non convergano verso il valore medio quinquennale, bensì accelerino a un ritmo ancora maggiore al riprendersi dell'economia dalla fase recessiva. Gli analisti prevedono di fatto una robusta crescita degli utili che, se incorporata nel calcolo, abbasserebbe il rapporto a 17. Va notato, tuttavia, che in passato tali previsioni si sono spesso rivelate oltremodo ottimistiche.

“Corsa ai ripari” sui mercati mobiliari: l’esperienza coreana

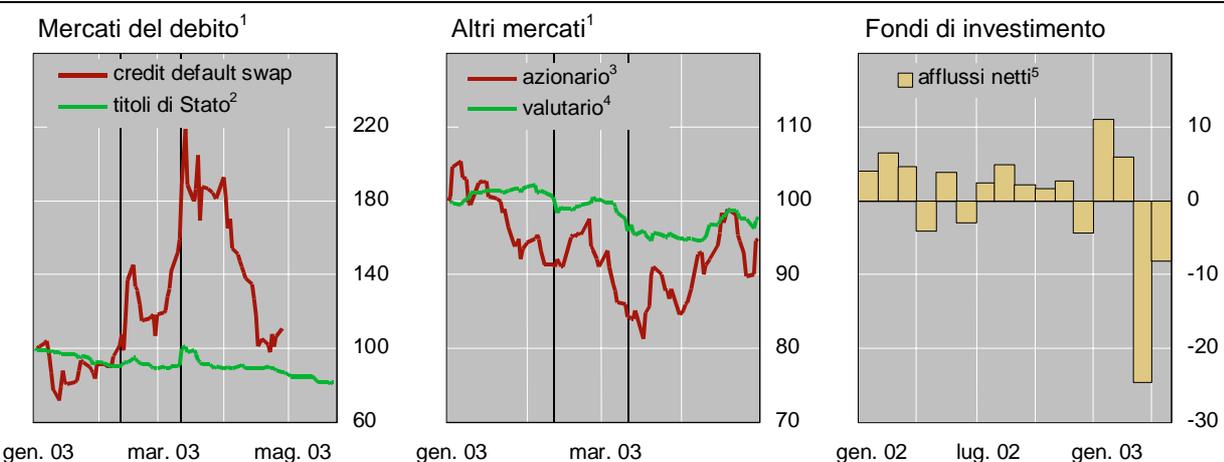
Spesso i sistemi finanziari a prevalenza bancaria vengono contrapposti a quelli incentrati sui mercati mobiliari; più rari sono invece i casi in cui si dedica attenzione agli aspetti comuni a entrambi. Gli avvenimenti del marzo 2003 sui mercati coreani hanno posto in evidenza una di queste analogie, ovvero i rischi per la stabilità finanziaria derivanti da una “corsa ai ripari” degli investitori. Da tempo le banche centrali si preoccupano delle possibili conseguenze sistemiche di un improvviso prelievo di depositi bancari e hanno elaborato strumenti – quali le assicurazioni dei depositi e linee di credito di ultima istanza – per far fronte a eventuali corse agli sportelli. Il caso della Corea ha dimostrato come fenomeni di questo tipo possano verificarsi anche sui mercati mobiliari, sotto forma di massicci riscatti di quote di fondi fiduciari. Gli strumenti per porvi rimedio sono tuttavia molto meno sviluppati.

I problemi in Corea sono cominciati l’11 marzo, quando i dirigenti di SK Global – un’affiliata di SK Group, il terzo maggiore conglomerato del paese – sono stati portati in giudizio per falso in bilancio. L’accusa era quella di aver gonfiato i profitti per 1,6 trilioni di won e occultato debiti per un totale di 1,1 trilioni di won. Analogamente a quanto successo un mese prima – l’11 febbraio i timori riguardo al programma di armamenti nucleari nord-coreano avevano spinto Moody’s a rivedere in senso negativo le previsioni sull’affidabilità creditizia della Corea del Sud – i mercati azionari, obbligazionari e valutari hanno tutti reagito all’incriminazione facendo registrare un immediato calo. Tuttavia, se in febbraio essi si erano rapidamente stabilizzati, in marzo i problemi di liquidità incontrati dagli intermediari finanziari non bancari hanno innescato un circolo vizioso che ha deteriorato il funzionamento del mercato.

Nei giorni e nelle settimane successivi gli investitori coreani, nel timore di subire perdite, hanno riscattato le quote detenute nei fondi di investimento, specie quelli del mercato monetario. Le liquidazioni sono ammontate in marzo a 24,7 trilioni di won, pari al 14% delle attività dei fondi a fine febbraio. Viste le limitate disponibilità liquide e le restrizioni cui sono sottoposti in termini di finanziamento, i fondi si sono trovati costretti a cedere attività per far fronte ai rimborsi. Di conseguenza, i prezzi delle obbligazioni societarie e persino governative sono crollati. Anche gli spread dei “credit default swap” (CDS) del governo coreano hanno subito un’impennata allorché la liquidità in altri segmenti del mercato del debito si è prosciugata e gli investitori sono ricorsi ai CDS per coprire le proprie esposizioni.

Le svendite “per realizzo” hanno provocato sul mercato coreano delle obbligazioni societarie un deterioramento delle condizioni tale da minacciare la solvibilità di alcune istituzioni finanziarie. Gli emittenti di carte di credito, che ricorrono ampiamente ai fondi di investimento per reperire risorse finanziarie, sono stati i più colpiti. L’aumento dei tassi di inadempienza dei titolari delle carte aveva già cominciato a esercitare pressioni al rialzo sui costi della raccolta per tali emittenti che, in seguito alle liquidazioni delle attività dei fondi, sono stati confrontati alla prospettiva di non poter rifinanziare passività in scadenza.

Le autorità sono infine intervenute allo scopo di assicurare la continuità operativa dei mercati. A metà marzo la banca centrale ha contribuito a stabilizzare il mercato del debito pubblico con un’offerta per l’acquisto di titoli per 2 trilioni di won, mentre il governo ha procrastinato le aste dei titoli di Stato già in programma. Per scongiurare le potenziali conseguenze sistemiche dell’insolvenza di una società di carte di credito, le autorità coreane hanno convocato vari importanti operatori per predisporre un ordinato rifinanziamento del debito in scadenza di queste entità. Agli inizi di aprile le banche commerciali hanno concordato l’allestimento di una linea creditizia, e gli emittenti di carte di credito si sono impegnati, in contropartita, a raccogliere 4,6 trilioni di won sotto forma di capitale azionario.



¹ 1° gennaio 2003 = 100; le linee verticali indicano le date dell’11 febbraio e 11 marzo 2003. ² Rendimento sui titoli quinquennali denominati in won coreani. ³ KOSPI. ⁴ Tasso di cambio dollaro USA/won; un calo indica un deprezzamento del won. ⁵ Variazione dei depositi presso società coreane di gestione di fondi di investimento, in trilioni di won.

Fonti: Banca di Corea; Bloomberg; CreditTrade; Datastream; elaborazioni BRI.