

1. Quadro generale degli sviluppi: nuove valutazioni dei mercati sulla crescita economica mondiale

In luglio e agosto 2004 gli operatori hanno mostrato opinioni discordanti circa il vigore della ripresa economica mondiale. Rendimenti obbligazionari e prezzi azionari hanno subito un calo, mentre gli spread creditizi sono rimasti pressoché invariati. Gli aumenti dei tassi ufficiali statunitensi in giugno e agosto – i primi dal 2000 – erano stati correttamente anticipati dal mercato, ma la crescita sorprendentemente debole dell'occupazione USA ha pesato sui mercati sia delle azioni che delle obbligazioni, dove il clima negativo è stato esacerbato dai rincari petroliferi. Per contro, gli sviluppi economici non sembrano aver turbato gli investitori in titoli societari.

Nei mercati del debito dei paesi emergenti gli operatori hanno persino assunto posizioni rialziste, nonostante i segnali di debolezza dell'economia globale. L'ampliamento degli spread sui titoli dell'area osservato in aprile e maggio era per lo più rientrato a fine agosto, probabilmente anche per la ripresa delle operazioni di "carry trade". Alla luce di queste favorevoli condizioni finanziarie, nel secondo trimestre e nella prima parte del terzo l'attività di raccolta dei mutuatari emergenti non ha dato segni di rallentamento; le società asiatiche, in particolare, hanno accresciuto le loro emissioni internazionali.

Calano i rendimenti in un contesto di crescente incertezza

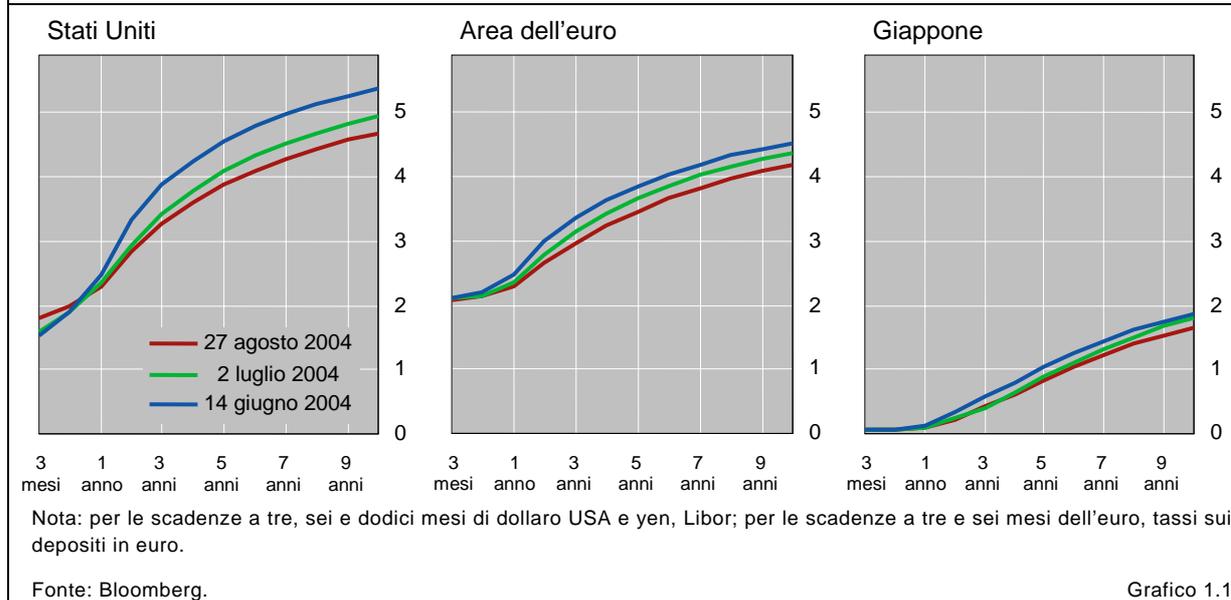
La tiepida reazione all'aumento dei tassi ufficiali ...

L'auspicata svolta nel ciclo dei tassi ufficiali USA è infine intervenuta il 30 giugno, quando la Federal Reserve ha innalzato il tasso obiettivo di 25 punti base. Sei settimane dopo, in occasione della riunione successiva, la Fed ha aumentato i tassi di altri 25 punti. È significativo il fatto che, in risposta a tali rialzi, i rendimenti a lungo termine sono diminuiti anziché salire. Tra il picco di metà giugno e il 27 agosto i rendimenti sugli swap di tasso in dollari USA a dieci anni sono scesi di 65 punti base, contro i 35 e i 20 punti persi rispettivamente dai rendimenti in euro e in yen di pari scadenza (grafico 1.1).

Tale movimento contrasta nettamente con quello innescato dalla prima manovra di inasprimento della Fed nel febbraio 1994 – intervenuta anch'essa dopo un lungo periodo di bassi tassi di interesse (grafico 1.2) –, quando i rendimenti erano saliti nettamente. I due episodi differiscono anche per ciò che

Curve dei rendimenti di swap

in percentuale



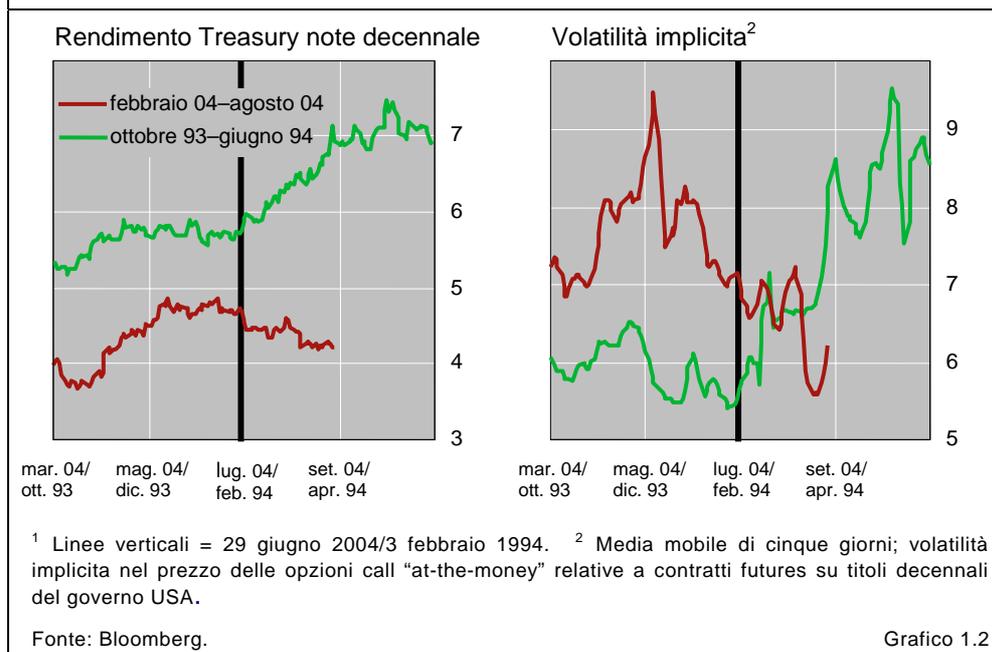
concerne l'andamento della volatilità implicita: nel 1994 essa era aumentata, mentre in luglio e agosto di quest'anno è diminuita.

Vi sono almeno due ragioni alla base delle marcate differenze tra la dinamica dei mercati obbligazionari nel 2004 e quella del 1994. La prima è che la Fed oggi comunica i suoi intendimenti in maniera più ampia ed esauriente¹.

... è riconducibile alle anticipazioni della Fed ...

Mercati obbligazionari USA nel 1994 e nel 2004¹

in percentuale



¹ Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, 74^a Relazione annuale, 28 giugno 2004, pagg. 81–88.

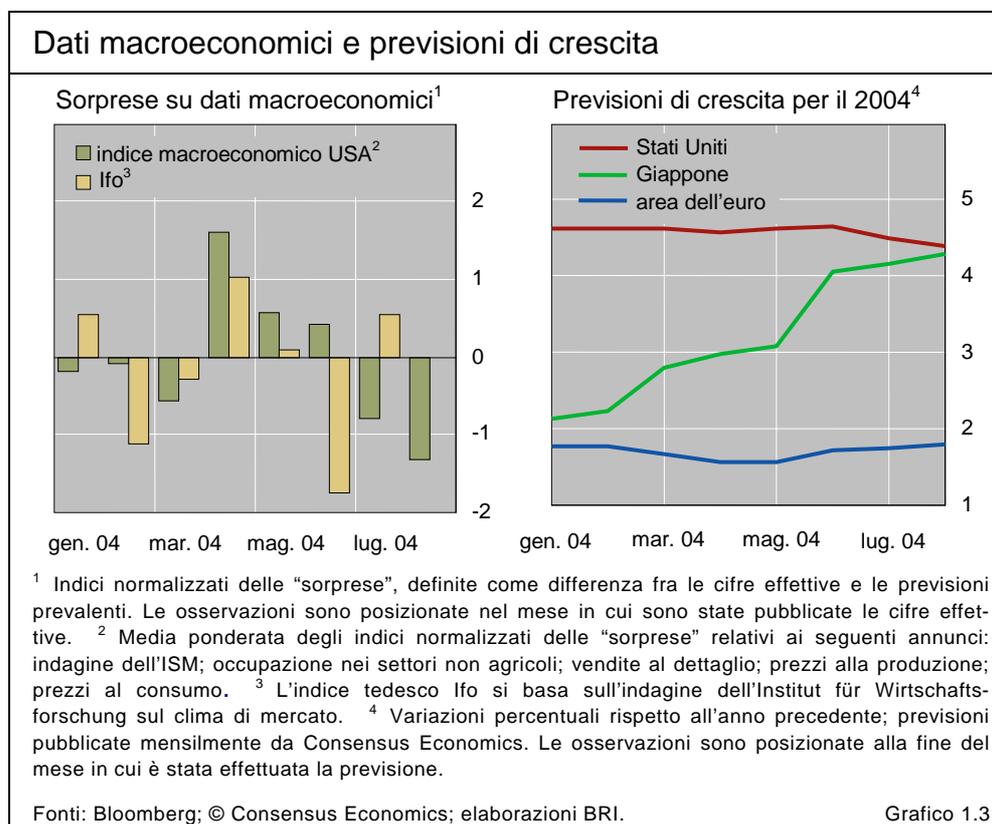
Di conseguenza, mentre la manovra del febbraio 1994 aveva colto di sorpresa gli operatori, quella più recente era già stata scontata dai mercati. A dire il vero, i movimenti dei tassi a lunga in giugno e in agosto mostrano che gli investitori hanno reagito più alle sfumature delle dichiarazioni rese in occasione dei rialzi dei tassi che non ai rialzi stessi. Il mercato ha tratto rassicurazione dal probabile andamento “graduale” dei futuri inasprimenti, menzionato dalla Fed a partire dal comunicato del 30 giugno.

Una seconda ragione risiede nei dati economici pubblicati nelle settimane successive alla stretta di giugno, che segnalavano un’economia apparentemente meno vigorosa di quella che aveva fatto seguito ai rialzi del 1994. Entrambi i rapporti sull’occupazione USA diffusi ai primi di luglio e di agosto di quest’anno sono stati assai inferiori alle attese, e hanno provocato un brusco calo dei rendimenti obbligazionari in tutto il mondo; in ambedue le occasioni i tassi sui Treasuries decennali hanno perso quasi 20 punti base. In combinazione con altri dati deludenti, ciò ha indotto gli economisti a rivedere al ribasso le previsioni di crescita per gli Stati Uniti (grafico 1.3).

In Europa i dati macroeconomici hanno superato gran parte delle previsioni. Tuttavia, i rendimenti a lunga nel mercato dell’euro, che durante l’ondata di vendite in aprile si erano distaccati da quelli in dollari, sono tornati a seguirli da vicino in luglio e agosto. A questa ritrovata correlazione ha probabilmente contribuito il fatto che la ripresa europea dipendesse da una robusta domanda estera. Ad esempio, molti osservatori hanno attribuito i risultati sorprendentemente positivi dell’indagine Ifo del 27 luglio più a un miglioramento delle esportazioni che non alla domanda interna, e la risposta dei rendimenti sul Bund all’annuncio è stata modesta.

... e una ripresa più debole del previsto

I rendimenti sul Bund reagiscono più agli annunci USA che non a quelli tedeschi



Anche in Giappone gli operatori hanno mostrato la tendenza ad annettere maggiore importanza agli annunci USA piuttosto che agli andamenti interni. In giugno dati macroeconomici generalmente in linea con un ritmo sostenuto delle esportazioni e degli investimenti societari avevano messo in moto una pronunciata accelerazione dei rendimenti a lungo termine in yen, che è peraltro rientrata bruscamente in luglio e agosto nonostante gli ulteriori segnali di un recupero dell'economia. Per esempio, il 9 agosto i mercati obbligazionari hanno pressoché ignorato il dato insolitamente positivo sugli ordinativi di macchinari, rivolgendo invece l'attenzione al rapporto sull'occupazione USA diffuso in precedenza.

Gli annunci sugli utili indeboliscono i mercati azionari

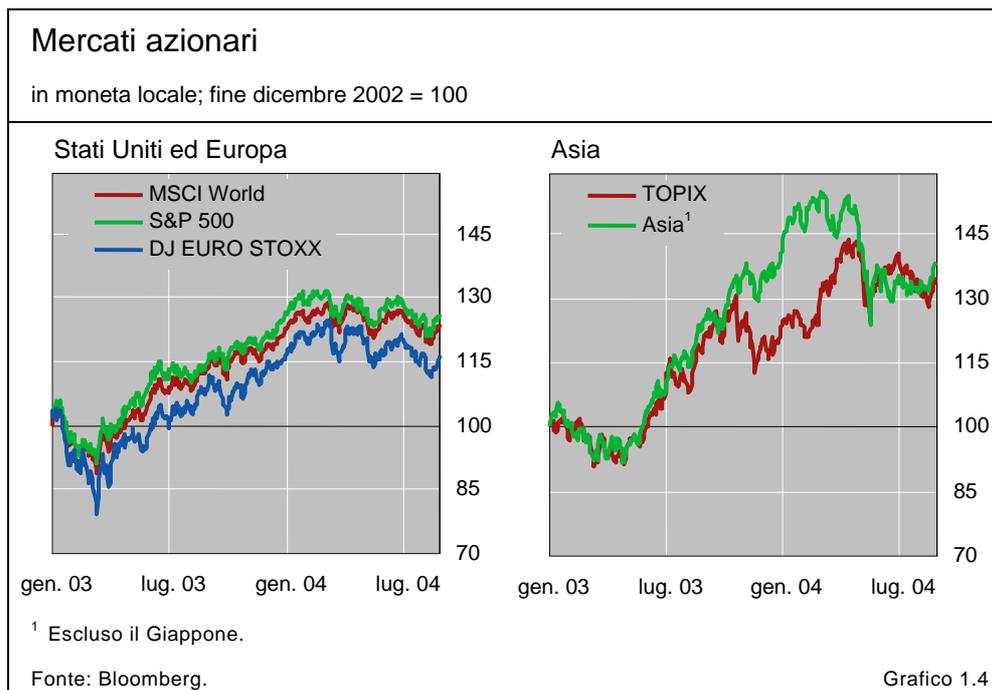
I timori sul vigore della ripresa economica hanno pesato anche sugli sviluppi dei mercati azionari, i quali – dopo la breve ascesa di maggio – sono tornati a scendere in luglio. Al 27 agosto l'S&P 500 aveva perso il 3% rispetto ai livelli di fine giugno (grafico 1.4). Nello stesso periodo anche il DJ EURO STOXX e il TOPIX sono arretrati, del 3 e del 4% rispettivamente.

Le borse valori sono sembrate trascurare i rapporti positivi sui profitti realizzati nel secondo trimestre, per concentrarsi invece sugli avvisi relativi agli utili prospettici. Quasi il 70% delle società facenti parte dell'indice S&P 500 ha dichiarato profitti superiori alle previsioni degli analisti per il secondo trimestre 2004, contro il 65% circa nello stesso periodo dell'anno precedente. Tuttavia, gli annunci delle imprese su utili futuri e crescita dei proventi hanno preso una piega negativa a partire da giugno (grafico 1.5).

Un forte impatto è stato prodotto in particolare dai "profit warning" delle imprese del settore informatico, la cui performance è stata inferiore a quella degli indici ampi. Il 13 luglio l'annuncio di Intel secondo cui i margini di profitto

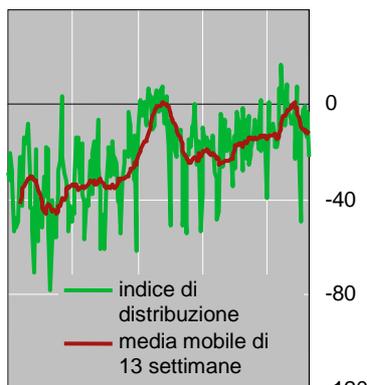
I mercati azionari risentono dei "profit warning" ...

... specie nel settore IT ...



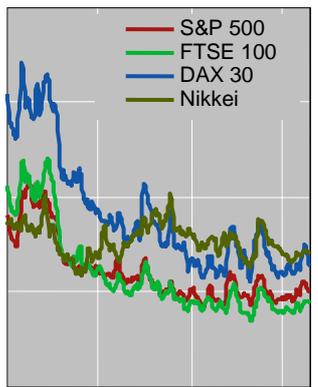
Profitti, volatilità e avversione al rischio

"Profit warning" USA¹



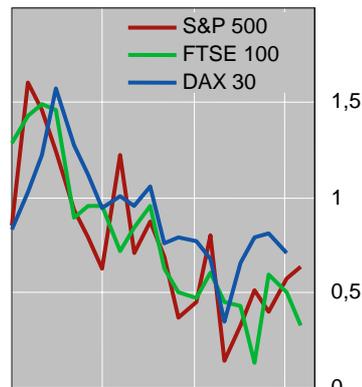
2000 2001 2002 2003 2004

Volatilità implicita²



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

Avversione al rischio³



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

¹ Società comprese nell'indice S&P 500. ² In base alle opzioni put su indici azionari; media mobile di cinque giorni. ³ Ottenuta dalle differenze tra due distribuzioni dei rendimenti, una implicita nelle opzioni con prezzi strike variabili e l'altra basata sui rendimenti effettivi stimati dai dati storici. Per maggiori dettagli, cfr. l'edizione del marzo 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*.

Fonti: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; elaborazioni BRI. Grafico 1.5

nel secondo semestre 2004 sarebbero stati peggiori del previsto ha innescato una massiccia ondata di vendite sui mercati azionari, inclusi quelli asiatici. A deludere le attese degli investitori sono state anche altre società tecnologiche di prim'ordine, fra cui Cisco Systems, Hewlett Packard e Nokia. L'annuncio di Microsoft il 20 luglio sull'aumento dei dividendi e il riacquisto di azioni proprie per \$75 miliardi nell'arco di quattro anni – che di norma sarebbe stato giudicato positivo per i mercati azionari – è stato interpretato negativamente da numerosi investitori, che vi hanno scorto un segnale della mancanza di opportunità di investimento nel settore tecnologico.

... e dei rincari del petrolio

Alla debolezza dei mercati azionari globali ha contribuito anche l'aumento dei prezzi petroliferi. La crescente domanda indotta dai vincoli di offerta nel breve periodo ha concorso nel 2004 a sospingere i corsi del greggio, che a fine giugno avevano superato di quasi il 14% i livelli di fine 2003 e al 27 agosto avevano guadagnato un ulteriore 17%. Le preoccupazioni circa possibili turbative nell'offerta di petrolio in alcuni importanti paesi esportatori – come Arabia Saudita, Russia e Venezuela – hanno alimentato le pressioni al rialzo sui prezzi. Tra i fattori che avrebbero favorito i rincari del greggio è stata spesso citata la più intensa attività speculativa, ma la sua significatività è tutt'altro che chiara (cfr. il riquadro seguente).

Benché in passato i rincari petroliferi abbiano preannunciato in più di un'occasione un aumento dell'inflazione, questa volta le preoccupazioni degli operatori sono sembrate rivolgersi non tanto verso tale eventualità, quanto all'effetto frenante che tali rincari potrebbero avere sulla domanda aggregata e sui profitti societari. Le aspettative inflazionistiche a lungo termine – basate sia su indagini di mercato sia sulle quotazioni di titoli indicizzati all'inflazione – sono rimaste contenute.

Alla ricerca dell'oro nero: speculazione sui mercati del petrolio

Il rapido aumento dei corsi petroliferi negli ultimi mesi ha attirato l'attenzione sul ruolo degli speculatori nel mercato del greggio. Poiché nella maggior parte dei principali mercati azionari, obbligazionari e creditizi i prezzi sono rimasti costanti, se non addirittura calati, gli investitori alla ricerca di rendimenti più elevati si sarebbero rivolti ai mercati delle materie prime, e in particolare del petrolio. I dati disponibili indicano che questi operatori, generalmente etichettati come speculatori, hanno in effetti accresciuto le loro posizioni nei mercati petroliferi. Restano tuttavia da chiarire le motivazioni che li hanno spinti a fare ciò e l'influsso da essi esercitato sui prezzi.

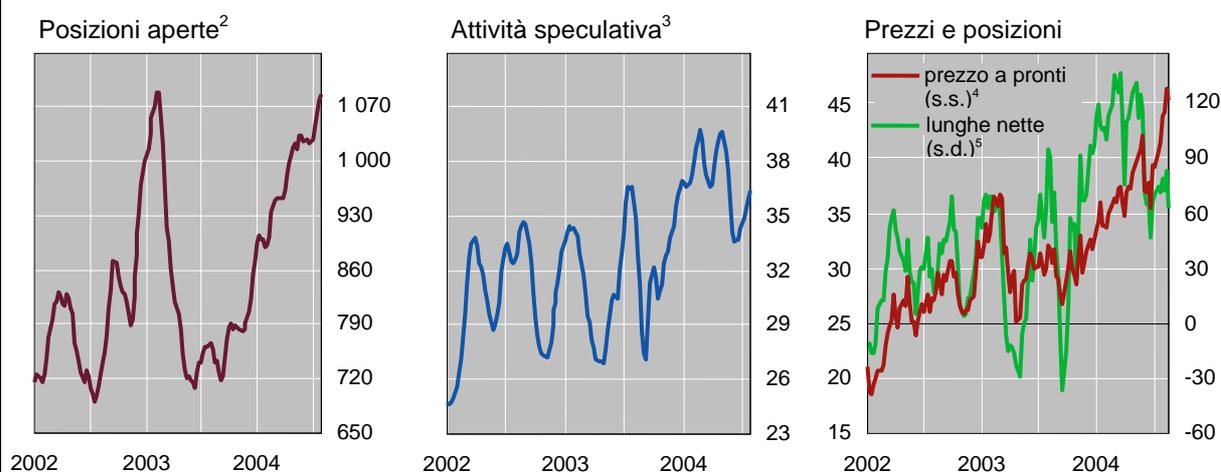
Sui mercati petroliferi la speculazione avviene principalmente nel comparto dei futures, dove la standardizzazione dei contratti favorisce la liquidità. Assumere una posizione lunga in questo comparto equivale a indebitarsi per acquistare sul mercato a pronti la merce sottostante e sostenere i costi associati con la sua detenzione fino alla consegna. Pertanto, l'arbitraggio garantisce uno stretto legame tra i prezzi futures e spot. Gli scambi di futures presentano un'elevata concentrazione: il 65% circa del turnover globale in contratti sul greggio fa capo al New York Mercantile Exchange, seguito dall'International Petroleum Exchange di Londra con poco più del 30%; tutte le altre borse concorrono insieme a meno del 5%.

In base alle statistiche raccolte dall'organo statunitense di regolamentazione dei futures, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), sui mercati futures del petrolio l'attività degli operatori che perseguono finalità non commerciali è in aumento a partire dalla fine del 2003; in particolare, sono nettamente cresciute le posizioni lunghe assunte nell'aspettativa di un rincaro del petrolio. Fra tali soggetti figurano banche di investimento, hedge fund e altri investitori che operano su questi mercati essenzialmente a fini speculativi. Secondo la definizione della CFTC, le finalità commerciali sono invece quelle che mirano alla copertura della produzione o del consumo di petrolio.

Le posizioni aperte – ossia i contratti stipulati ma non ancora compensati da un'operazione di segno opposto o dalla consegna – in futures su petrolio greggio sono cresciute di oltre il 25% nei primi otto mesi del 2004 (cfr. diagramma di sinistra del grafico seguente). In questo periodo, l'incidenza degli operatori non commerciali sul totale delle posizioni lunghe aperte è salita mediamente al 37%, dal 32% del 2003 (diagramma centrale del grafico). Per contro, la loro quota di posizioni corte aperte è in media diminuita leggermente. Le variazioni nelle posizioni lunghe nette – posizioni lunghe aperte meno posizioni corte aperte – di questi operatori sono in genere intervenute in concomitanza con le variazioni del prezzo del petrolio. La correlazione su base settimanale tra queste due grandezze è infatti prossima a 0,8 per i primi otto mesi di quest'anno.

È possibile che l'accresciuta presenza di operatori non commerciali sul mercato del petrolio abbia contribuito all'emergere di comportamenti gregari. Insieme alla tendenza ascendente dei prezzi petroliferi, ciò potrebbe aver dissuaso gli investitori dall'operare in opposizione a nuovi rialzi del greggio, rafforzando così nei fatti tale tendenza. Tuttavia, è altresì possibile che i cambiamenti nell'attività sul mercato dei futures siano stati motivati dalle mutevoli percezioni – di operatori sia commerciali sia non commerciali – circa gli squilibri fondamentali tra offerta e domanda di petrolio. I dati disponibili non aiutano a chiarire le motivazioni alla base del recente orientamento.

Mercati futures del petrolio¹



¹ Contratti futures sul petrolio greggio trattati al New York Mercantile Exchange. ² Media mobile di quattro settimane; in migliaia di contratti. ³ Posizioni lunghe di operatori non commerciali in percentuale delle posizioni lunghe segnalabili totali; media mobile di quattro settimane. ⁴ Prezzo del West Texas Intermediate; in dollari USA. ⁵ Posizioni nette (lunghe meno corte) di operatori non commerciali; in migliaia di contratti.

Fonti: Bloomberg; New York Mercantile Exchange; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

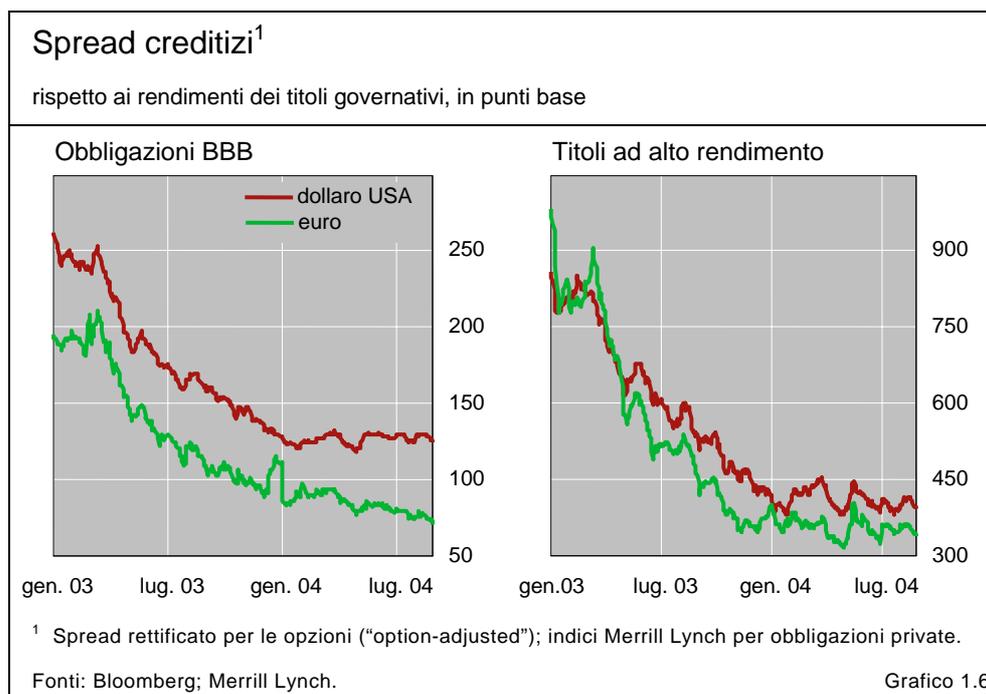
Le volatilità restano basse nonostante la minore propensione al rischio

Anche mentre gli investitori in azioni e obbligazioni rivedevano le prospettive sulla crescita a breve termine, le volatilità azionarie sono rimaste su livelli contenuti. La volatilità implicita nelle opzioni sull'indice S&P 500 ha continuato a collocarsi ben al disotto del 20% registrato in media tra il 1995 e il 2003, e gli occasionali rialzi – come quello seguito alla diffusione del rapporto sull'occupazione USA il 6 agosto – sono rientrati prontamente. In base alle misure ricavate da queste opzioni, l'avversione al rischio degli investitori azionari è aumentata nel secondo e nel terzo trimestre di quest'anno, una tendenza di norma associata a un aumento delle volatilità implicite. L'impatto, tuttavia, sembra essere stato controbilanciato dalle attese degli investitori, secondo cui la volatilità sarebbe rimasta in futuro su valori insolitamente bassi.

Gli spread beneficiano di un miglioramento nella qualità creditizia

Si restringono gli spread creditizi ...

Gli investitori nei mercati per la negoziazione del rischio di credito sono sembrati non curarsi degli andamenti sui mercati azionari e obbligazionari. Gli spread sulle obbligazioni in dollari USA emesse da imprese quotate BBB sono rimasti praticamente invariati nel corso dei primi otto mesi del 2004, oscillando approssimativamente fra i 120 e i 130 punti base, mentre quelli sugli equivalenti titoli in euro sono addirittura scesi al livello di circa 80 punti base a fine agosto, contro i 90 di fine 2003 (grafico 1.6). Le società con rating inferiore a BBB sono in genere più sensibili a un aumento dei tassi di interesse rispetto agli emittenti di qualità bancaria, poiché tendono ad avere un maggiore onere debitorio e passività a più breve termine. Nondimeno, anche gli spread sull'alto rendimento sono rimasti relativamente stabili dopo l'innalzamento dei tassi ufficiali USA. Agli inizi di agosto, sul mercato del dollaro essi si sono persino approssimati ai minimi precedentemente toccati durante l'anno.



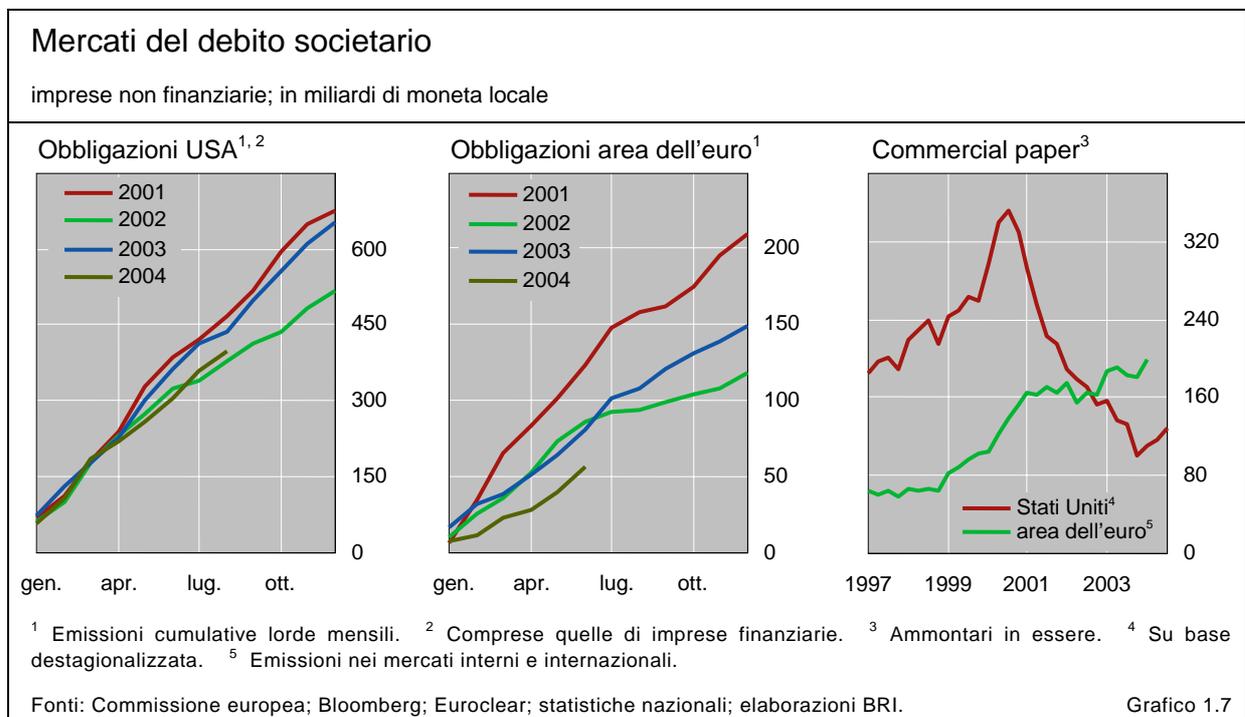
Gli operatori in titoli societari sono parsi rinfrancati dai costanti miglioramenti nella qualità creditizia delle imprese. Insolvenze e declassamenti sono diminuiti ulteriormente nel primo semestre dell'anno. Anzi, secondo le statistiche di Moody's, su scala mondiale gli avanzamenti hanno superato i downgrade per la prima volta dal 2000, anche se di stretta misura. Sia in Europa che negli Stati Uniti sono state le istituzioni finanziarie, e in particolare le banche, a guidare l'inversione di rotta nella dinamica dei rating. Nel settore non finanziario il numero dei declassamenti è ancora superiore a quello degli avanzamenti, ma il divario continua a restringersi.

... grazie al calo sia delle insolvenze ...

La nuova raccolta delle imprese statunitensi, europee e giapponesi è rimasta contenuta poiché le società hanno continuato a ridurre il loro grado di leva. Sul mercato del dollaro USA i collocamenti di obbligazioni societarie sono diminuiti del 15% nel primo semestre 2004 rispetto allo stesso periodo del 2003, mentre sul mercato dell'euro il calo ha sfiorato il 40% (grafico 1.7). Sebbene i crediti sindacati siano balzati a livelli record nel periodo sotto rassegna, ciò ha rispecchiato in gran parte operazioni di rifinanziamento (cfr. "I prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2004"). Le banche hanno invogliato i mutuatari a rifinanziare i prestiti prima della scadenza offrendo loro condizioni sempre più attraenti; gli spread sui prestiti consorziali avrebbero continuato ad assottigliarsi nella prima metà dell'anno, anche di fronte alla sostanziale stabilità di quelli sui titoli societari.

... sia del grado di leva delle imprese

Non è da escludere che l'indebitamento societario segni un'accelerazione nel prossimo futuro. Soprattutto negli Stati Uniti, il miglioramento dei bilanci delle imprese nel 2002-03 era derivato in buona parte dalla maggiore redditività². Tuttavia, l'espansione dei profitti sta cominciando ora a rallentare,



² Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, 74^a Relazione annuale, 28 giugno 2004, pagg. 122-123.

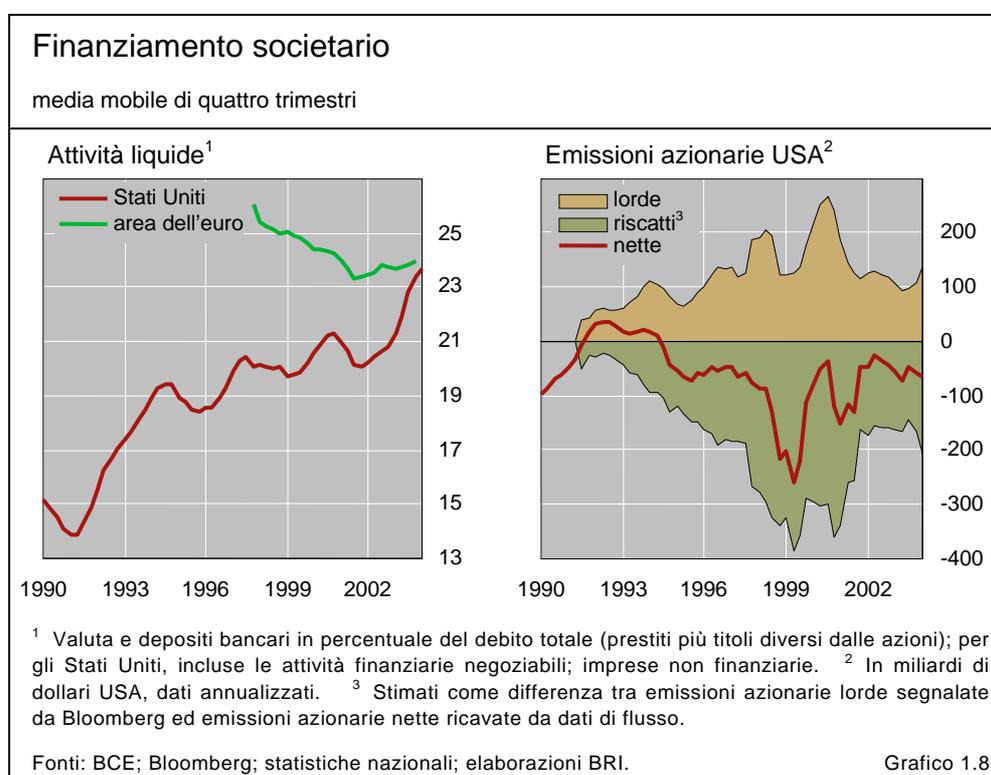
e il fabbisogno di finanziamento del settore è destinato ad aumentare qualora perduri il rilancio degli investimenti di capitale avviato a metà 2003. Del resto, sono già visibili i segni di un incremento della raccolta a breve termine, come dimostra la ripresa delle emissioni di commercial paper da parte di società non finanziarie di Stati Uniti e area dell'euro nella prima metà del 2004 (grafico 1.7).

Negli ultimi anni le imprese statunitensi ed europee hanno accumulato mezzi liquidi per un ingente ammontare, ma non è chiaro se questi verranno impiegati per ridurre il nuovo indebitamento o per rimborsare prestiti in essere. A fine marzo 2004 le attività liquide delle società non finanziarie USA ammontavano al 23% del loro debito, contro una media del 18% durante gli anni novanta (grafico 1.8), mentre nell'area dell'euro tale percentuale era pari al 25% circa. Queste disponibilità potrebbero essere utilizzate per soddisfare il fabbisogno di indebitamento – ad esempio per estinguere passività in scadenza, avvantaggiando così gli obbligazionisti – o, in alternativa, destinate al finanziamento di fusioni e acquisizioni, al riscatto di azioni proprie o al pagamento di dividendi, scelte che favorirebbero invece gli azionisti.

Le società starebbero optando per queste ultime soluzioni. Acquisizioni, incluse quelle finanziate con capitale di prestito, e riscatti di azioni proprie sono in aumento. Stando ai dati disponibili, dalla metà del 2003 i riacquisti da parte di società statunitensi sono cresciuti più delle offerte pubbliche iniziali e successive, provocando un calo delle emissioni azionarie nette; a differenza dei primi anni novanta, queste emissioni sono sempre state negative durante il più recente periodo di riduzione della leva finanziaria.

L'accresciuta liquidità delle imprese ...

... alimenta il riacquisto di azioni proprie



Recupero dei mercati emergenti nonostante i rialzi dei tassi

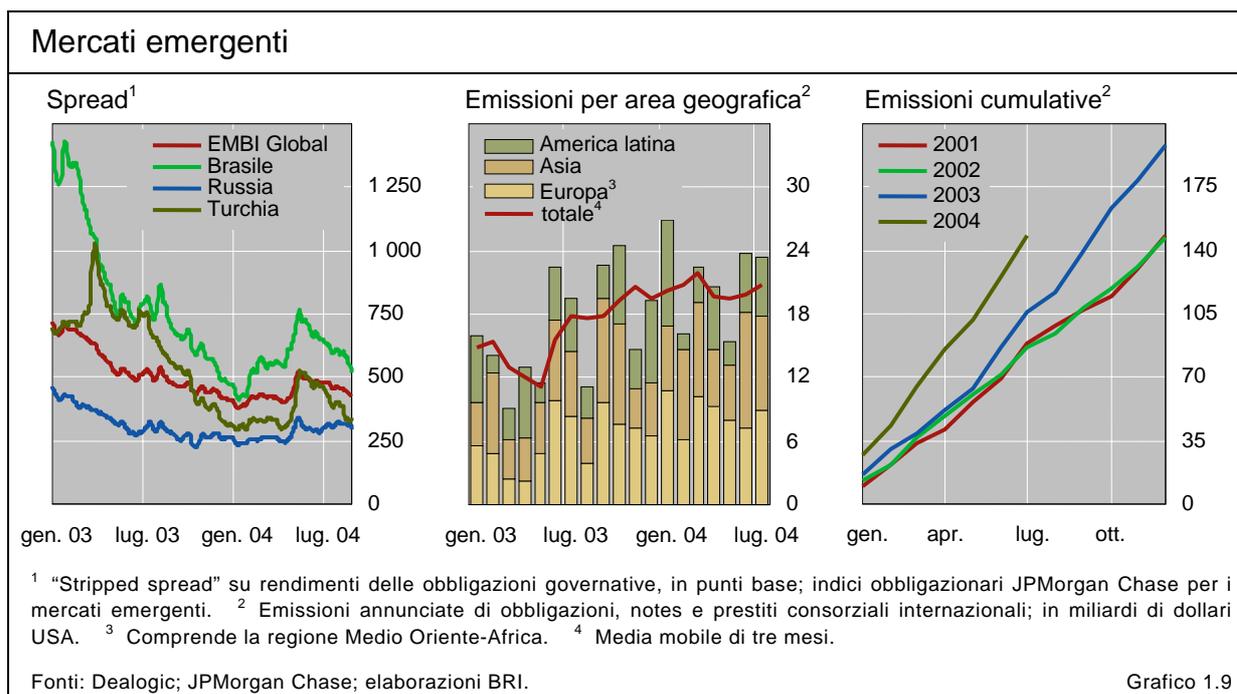
Gli investitori dei mercati emergenti, analogamente ai loro omologhi sui mercati avanzati, sarebbero rimasti impassibili di fronte agli annunci negativi che hanno compresso rendimenti obbligazionari e prezzi azionari sulle piazze principali; gli spread sul debito dell'area emergente si sono infatti ristretti al calare dei rendimenti USA (grafico 1.9). L'ampliamento dei differenziali durante l'ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali tra fine aprile e i primi di maggio si è in gran parte riassorbito nel corso dei tre mesi successivi, tanto che al 27 agosto essi si situavano a 425 punti base, 125 punti in meno rispetto al picco di metà maggio.

La ripresa delle operazioni di "carry trade" che erano state liquidate durante l'ondata di vendite sembra aver contribuito al restringimento degli spread sui mercati emergenti in luglio e agosto. Gli investitori hanno incrementato le posizioni in titoli a più alto rendimento, e ciò ha concorso ad abbassare nettamente i differenziali di Brasile, Turchia e altri paesi a basso rating dai massimi di metà maggio. Il calo è stato ulteriormente favorito dalla diffusione di alcuni dati positivi sull'economia nazionale, come la crescita dell'avanzo corrente in Brasile e i forti guadagni di produttività in Turchia.

Se le mutevoli aspettative circa i tassi ufficiali USA sono state le principali determinanti dei movimenti del mercato, altri fattori hanno a tratti sospinto la volatilità. La cartolarizzazione di prestiti bilaterali alla Russia attuata dall'esecutivo tedesco ha dischiuso la possibilità di operazioni analoghe da parte di altri governi (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"). Di conseguenza, subito dopo l'annuncio dell'operazione il 24 giugno, lo spread sovrano della Russia e l'EMBI Global sono aumentati rispettivamente di oltre 20 e 10 punti base. Tuttavia, una volta compresa la natura una tantum della transazione, le condizioni di mercato si sono prontamente stabilizzate.

Gli spread calano anche nei mercati emergenti ...

... grazie alla ripresa delle operazioni di "carry trade"



Trascurabili
conseguenze della
crisi bancaria russa

Da rilevare lo scarso impatto prodotto – persino sui mercati interni – dalla corsa agli sportelli bancari in Russia intorno a metà anno. La crisi era cominciata in maggio, quando le autorità di Mosca avevano disposto la chiusura di una banca accusata di riciclaggio di denaro. Il provvedimento ha innescato una serie di prelievi presso altre banche sospettate di simili attività, culminati a loro volta agli inizi di luglio in massicci ritiri di depositi da alcune delle principali banche private del paese. Per alleviare i problemi di liquidità del settore, la banca centrale ha allentato gli obblighi di riserva verso fine giugno, incoraggiato le banche pubbliche ad accrescere i prestiti interbancari e sponsorizzato l'introduzione di un sistema di tutela dei depositi a metà luglio. I proprietari delle banche colpite dai prelievi hanno provveduto a iniettare nuovo capitale o a cedere l'attività a istituzioni più solide. Grazie alla tempestività della risposta di autorità e banchieri alla crisi, gli spread sul debito sovrano del paese hanno registrato oscillazioni trascurabili (grafico 1.9). Anche i tassi interbancari overnight sono rimasti al di sotto dei massimi toccati durante l'ondata globale di vendite di titoli dei mercati emergenti in aprile.

Forte crescita delle
emissioni di titoli di
debito

Gli emittenti dell'area emergente si sono affrettati ad assicurarsi le favorevoli condizioni finanziarie ancora prevalenti intorno a metà anno. Il ritmo dell'indebitamento di questi prenditori sui mercati internazionali delle obbligazioni e dei prestiti consorziali non ha dato segni di decelerazione: nel solo mese di luglio sono stati raccolti \$23 miliardi (grafico 1.9). Particolarmente attivi sono stati i mutuatari asiatici, specie le imprese di Corea e Taiwan, Cina orientate all'esportazione. Le operazioni di prefinanziamento effettuate in vista degli anticipati rialzi dei tassi ufficiali USA hanno contribuito all'elevato livello delle emissioni, e parte dei fondi in eccesso è andata a sua volta ad alimentare i depositi presso banche di importanti centri finanziari (cfr. "Il mercato bancario internazionale").

