

Benjamin H. Cohen

(+41 61) 280 8921
benjamin.cohen@bis.org

Eli M. Remolona

(+41 61) 280 8414
eli.remolona@bis.org

1. Quadro generale degli sviluppi: i mercati guardano oltre il rallentamento?

Nei primi mesi del 2001 le oscillazioni nel clima di mercato sono state particolarmente pronunciate. Benché fosse chiaro che l'economia statunitense aveva cominciato a rallentare decisamente, le aspettative degli operatori erano caratterizzate da incertezza circa la possibile durata e intensità del rallentamento, la misura in cui esso si sarebbe propagato all'Europa e altrove, nonché le sue ripercussioni sugli utili societari e sulla qualità del credito. Le riduzioni del tasso guida decise dalla Riserva federale USA al di fuori delle regolari riunioni ufficiali hanno ridato slancio ai mercati in generale, mentre gli annunci di deludenti profitti societari hanno agito nel senso di deprimere i corsi azionari. Ad aprile gli investitori sembravano aspettarsi che a un breve indebolimento degli utili societari sarebbe seguita una loro robusta ripresa.

Rispetto agli investitori azionari, gli operatori sui mercati del reddito fisso sono parsi meno propensi a modificare le proprie opinioni. Allorché i tassi a breve sono calati in un contesto di fiducia nell'imminenza di una ripresa, le curve dei rendimenti sia in dollari USA che in euro hanno assunto progressivamente un'inclinazione più accentuata, e gli spreads creditizi si sono ridotti. Ciò ha determinato condizioni favorevoli nel mercato del debito a lungo termine, che hanno rilanciato l'attività di collocamento degli emittenti societari con rating medio o basso. Anche taluni mutuatari di paesi emergenti hanno fatto ritorno al mercato. Gran parte dei fondi raccolti è servita a rimborsare passività contratte nel quarto trimestre 2000 sotto forma di prestiti bancari e di commercial paper (CP).

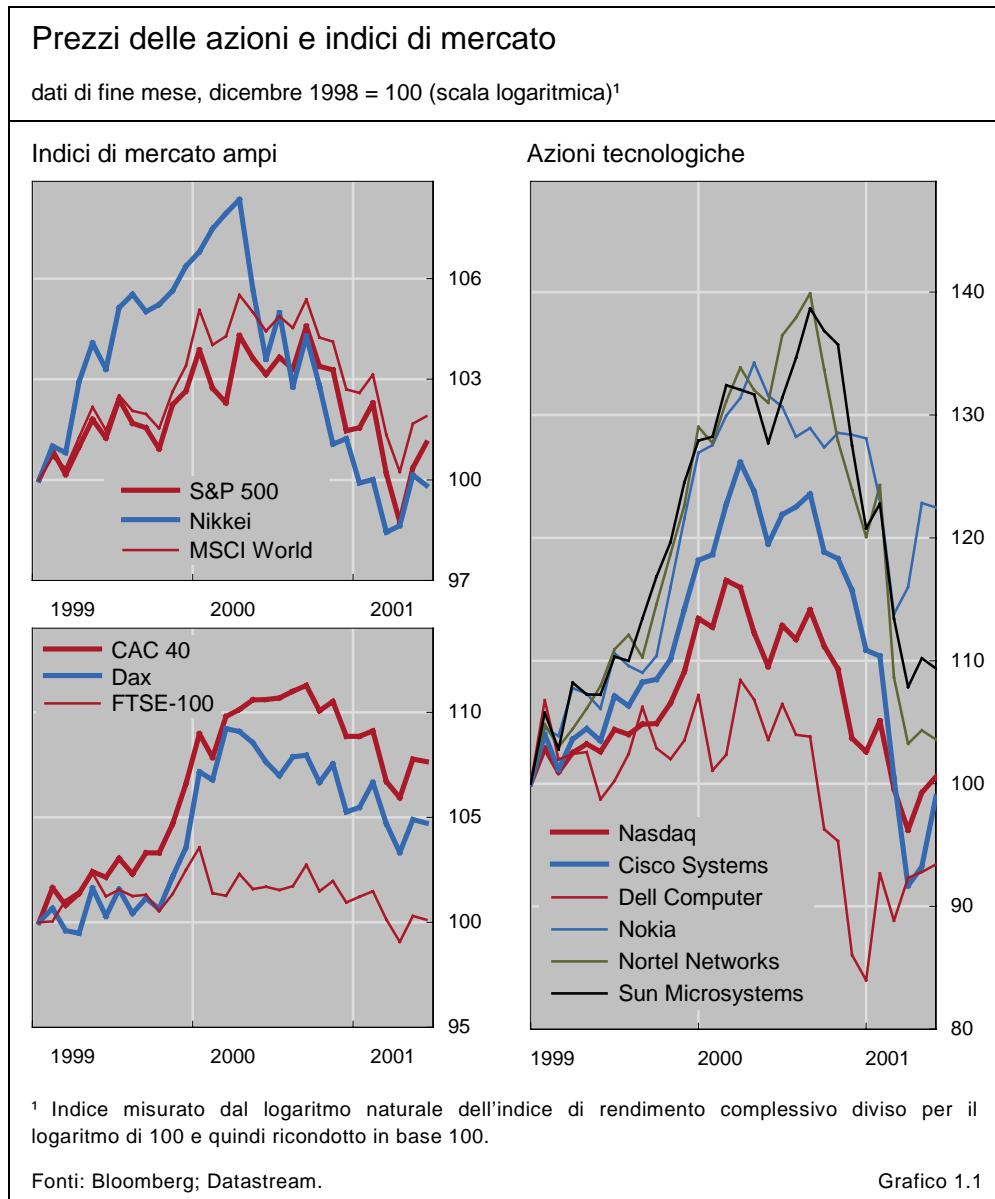
Le banche internazionali hanno avuto la tendenza a non reincanalare tali rimborsi mediante concessione di nuovi crediti. Dopo aver assecondato con riluttanza il fabbisogno di finanziamento a breve di prenditori con basso rating alla fine del 2000, nel trimestre successivo esse hanno ridimensionato la loro attività creditizia. I prestiti consorziali, in particolare, hanno subito una marcata contrazione. Le emissioni nette di CP, che richiedono di solito l'appoggio di una linea di credito bancaria, sono state modeste sul mercato internazionale e negative nel mercato statunitense.

Le oscillazioni nel clima di mercato scuotono i mercati azionari

Nei primi mesi del 2001 è proseguita la correzione dei prezzi azionari a livello mondiale iniziata circa un anno fa. Dopo un calo del 13% fra aprile e dicembre 2000, il MSCI World Index ha perso un ulteriore 5% da gennaio a maggio di quest'anno (grafico 1.1). I più penalizzati sono stati i titoli tecnologici; il Nasdaq è sceso del 15% nei primi cinque mesi del 2001, portando al 45% la flessione complessiva dall'aprile dello scorso anno.

Mentre la maggior parte dei principali mercati azionari mondiali si è mossa in sintonia durante i primi mesi del 2001, la borsa di Tokyo si è distinta per una dinamica autonoma. Il ritorno di fatto a tassi d'interesse zero in marzo e l'avvento del nuovo governo in aprile hanno ridato vigore al mercato. L'indice Nikkei è salito in media del 15% fra marzo e aprile, superando gli altri indici nazionali.

Ulteriore correzione
dei prezzi
azionari ...

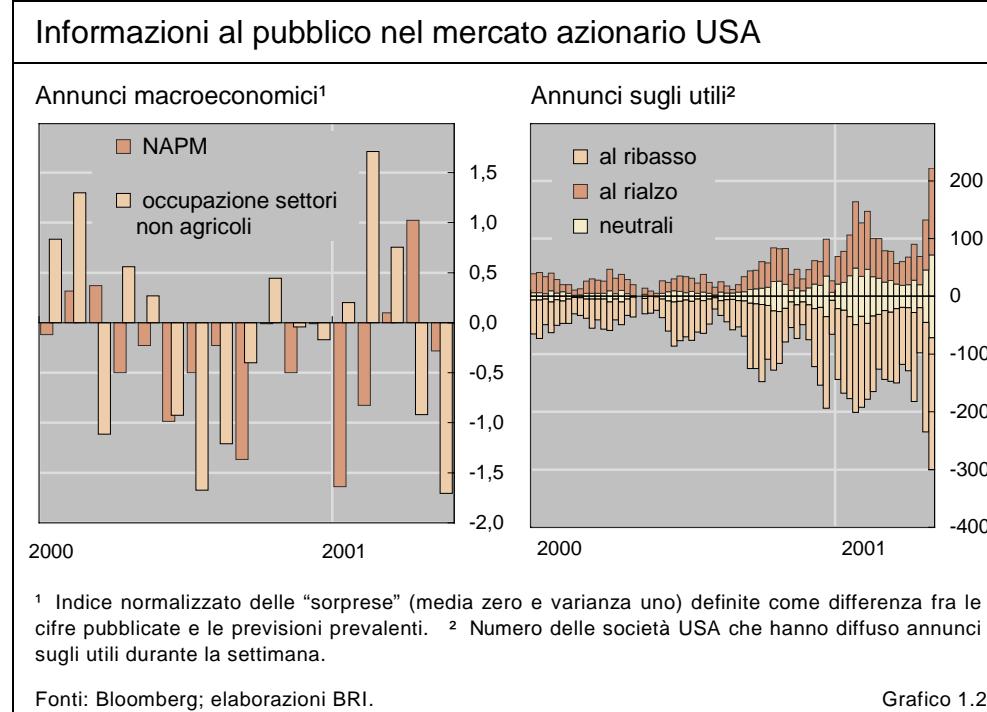


... interrotta da episodi di ottimismo

La caduta mondiale delle quotazioni azionarie non è proceduta senza interruzioni. I movimenti dei prezzi sono stati caratterizzati da brusche e improvvise inversioni di segno, allorché l'umore degli investitori passava dall'ottimismo in gennaio al pessimismo in febbraio e marzo, per ripristinare attese positive in aprile e nuovamente cupe a metà maggio. Gli episodi di ottimismo si sono accompagnati ai tagli a sorpresa dei saggi ufficiali, mentre quelli di pessimismo sono stati innescati da deludenti notizie provenienti dal versante dei profitti societari e degli sviluppi macroeconomici.

L'alto leverage operativo penalizza i profitti

I periodi di depressione dei mercati azionari sono stati caratterizzati dal disagio degli investitori di fronte alla manifesta reattività degli utili delle imprese agli andamenti dell'economia globale. Un'ondata di segnalazioni deludenti in febbraio e marzo preannunciava un calo dei profitti societari più pronunciato di quanto previsto dagli operatori, specie nel comparto tecnologico (grafico 1.2). In maggio la proiezione dei risultati economici di Sun Microsystems ha innescato una tornata di ribassi. Il rallentamento economico ha messo in luce due fragilità delle imprese di questo settore. Primo, esse avevano sovrastimato la domanda per i loro prodotti e, quindi, sovradimensionato gli investimenti in sviluppo, attrezzature e scorte. Secondo, un aspetto saliente dei loro processi produttivi sono stati gli elevati costi fissi e i bassi costi variabili. Questo alto grado di leva operativo ha fatto sì che i tagli alla produzione seguiti al crollo del fatturato non si siano tradotti in analoghe contrazioni dei costi. Per entrambe queste ragioni, le imprese tecnologiche hanno in genere segnalato flessioni degli utili più marcate di altri settori.



Riduzioni dei tassi ufficiali e prezzi azionari nel 2001				
Data	Autorità monetaria	Riduzione dei tassi ufficiali (in punti base)	Indice azionario	Variazione del prezzo nella giornata (in percentuale)
3 gennaio	Riserva federale	50	Nasdaq	14,2
31 gennaio	Riserva federale	50	Nasdaq	- 2,3
8 febbraio	Banca d'Inghilterra	25	FTSE 100	- 0,3
1° marzo	Banca del Giappone	10	Nikkei	- 3,3
19 marzo	Banca del Giappone	15	Nikkei	7,5
20 marzo	Riserva federale	50	Nasdaq	- 4,8
5 aprile	Banca d'Inghilterra	25	FTSE 100	1,6
18 aprile	Riserva federale	50	Nasdaq	8,1
10 maggio	Banca d'Inghilterra	25	FTSE 100	1,2
10 maggio	Banca centrale europea	25	DJ Euro Stoxx	1,9
15 maggio	Riserva federale	50	Nasdaq	0,2

Tabella 1.1

I periodi di esuberanza dei mercati sono indicativi dell'effetto che possono produrre i tagli a sorpresa dei tassi ufficiali. Negli Stati Uniti la Riserva federale ha annunciato due riduzioni di 50 punti base ognuna del tasso obiettivo sui federal funds al di fuori delle riunioni programmate del Federal Open Market Committee (FOMC). Entrambi i provvedimenti – il primo il 3 gennaio e il secondo il 18 aprile – hanno colto di sorpresa gli operatori, dando luogo a forti rialzi nei mercati mondiali (tabella 1.1). Diverso è stato l'effetto dei tre ulteriori ribassi annunciati in concomitanza con le riunioni del FOMC, che non hanno impartito alcuno stimolo ai mercati. Il 19 marzo la Banca del Giappone ha annunciato di voler adottare una strategia di "allentamento quantitativo", riportando di fatto a zero il suo tasso guida. A seguito di questo cambiamento imprevisto, l'indice Nikkei ha guadagnato il 7% nella prima giornata operativa. Gli investitori hanno evidentemente interpretato queste mosse a sorpresa come un segnale della determinazione delle banche centrali a rilanciare le rispettive economie. Altre inattese riduzioni dei tassi ufficiali non sembrano aver trasmesso un analogo messaggio, e il loro impatto sui mercati azionari è stato minore. Il 10 maggio, ad esempio, sia la Banca centrale europea che la Banca d'Inghilterra hanno abbassato i propri tassi ufficiali con scarsi segnali premonitori, ma gli operatori di borsa paiono aver accolto con indifferenza tali provvedimenti. Va tuttavia rilevato che non vi erano indicazioni secondo cui le banche centrali intendessero influenzare i prezzi delle attività.

I periodi di forti rialzi delle borse valori hanno altresì rivelato un persistente ottimismo circa le prospettive del settore societario al di là del rallentamento in atto; gli investitori hanno infatti mostrato di voler "guardare oltre" l'attuale decelerazione, nell'attesa di un recupero dei profitti in futuro. Indicativa di tale ottimismo è stata la tendenza degli investitori azionari ad accogliere favorevolmente l'assenza stessa di cattive notizie. Il 4 aprile, ad esempio, l'annuncio che gli utili di Dell Computer, ancorché fortemente ridotti, corrispondevano alle stime ha fatto salire il Nasdaq Composite e il MSCI World

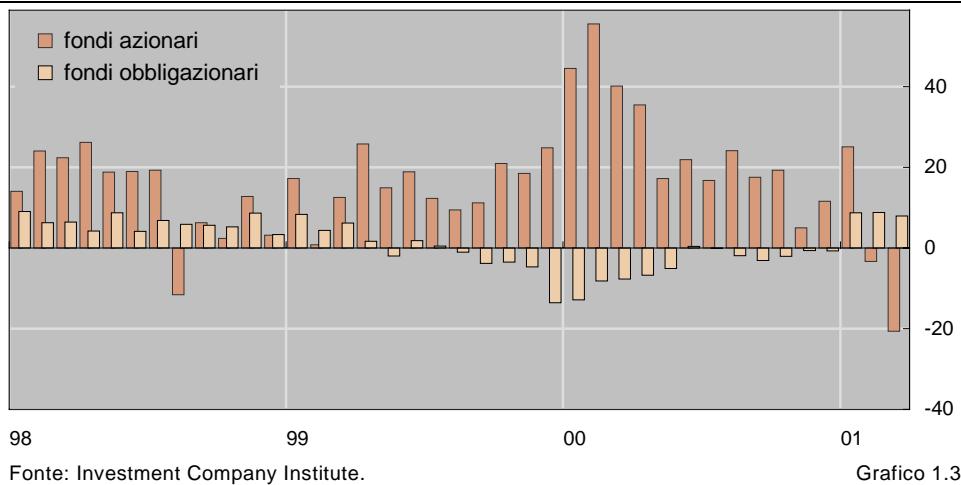
I mercati azionari reagiscono bene a manovre impreviste di politica monetaria ...

... ma con un certo scetticismo ad altre

Le previsioni di una pronta ripresa fanno salire i rapporti prezzo/utili

Fondi comuni USA

flussi di cassa netti mensili, in miliardi di dollari USA



Fonte: Investment Company Institute.

Grafico 1.3

Index rispettivamente del 9 e del 3% in una sola giornata. In periodi precedenti, questa notizia avrebbe depresso le quotazioni azionarie, poiché gli investitori si sarebbero aspettati un risultato superiore alle stime. Nell'aprile 2001 gli operatori erano sempre più convinti che il rallentamento globale sarebbe stato di breve durata e che la ripresa avrebbe indotto nuovamente una forte crescita dei profitti delle imprese. La fase rialzista in quel mese ha infatti spinto il rapporto prezzo/utili delle azioni dell'indice S&P 500 a 27, livello quasi doppio rispetto alla media storica. L'ottimismo è stato persino maggiore per i titoli tecnologici, con un rapporto prezzo/utili del Nasdaq Composite pari a sei volte quello dello S&P 500.

Uno sviluppo interessante nel periodo in esame è stata la reazione insolitamente rapida degli investitori in fondi comuni USA alla performance del mercato. Per la prima volta dalla moratoria del debito russo nell'agosto 1998, essi hanno disinvestito dai fondi azionari statunitensi. In concomitanza con il calo delle quotazioni azionarie in febbraio e marzo 2001, si sono registrati \$24 miliardi di deflussi netti da tali fondi in questi due mesi (grafico 1.3). Questi disinvestimenti sono confluiti in parte ai fondi comuni obbligazionari e in parte a quelli del mercato monetario.

Le curve dei rendimenti denotano un crescente ottimismo

Nei primi mesi del 2001 l'inclinazione delle curve dei rendimenti in dollari ed euro è divenuta via via più accentuata; ciò ha tratto essenzialmente origine dalle flessioni dei tassi a breve piuttosto che da un aumento di quelli a lungo termine (grafico 1.4). In marzo i tassi a lunga in dollari e in euro hanno subito un calo allorché il clima depresso nei mercati azionari ha cominciato a riverberarsi in parte sui corsi delle obbligazioni; questa tendenza si è tuttavia invertita in aprile, dal momento che gli operatori nel comparto obbligazionario sono tornati a confidare che un qualsiasi rallentamento negli Stati Uniti o in

Europa avrebbe avuto vita relativamente breve. La forte inclinazione della curva in dollari USA per le scadenze oltre l'anno starebbe a dimostrare la fiducia del mercato nell'efficacia delle riduzioni dei tassi ufficiali a sostegno di una ripresa della crescita. Peraltro, l'aumento dei tassi a lungo termine potrebbe anche indicare un certo timore per il rischio di inflazione.

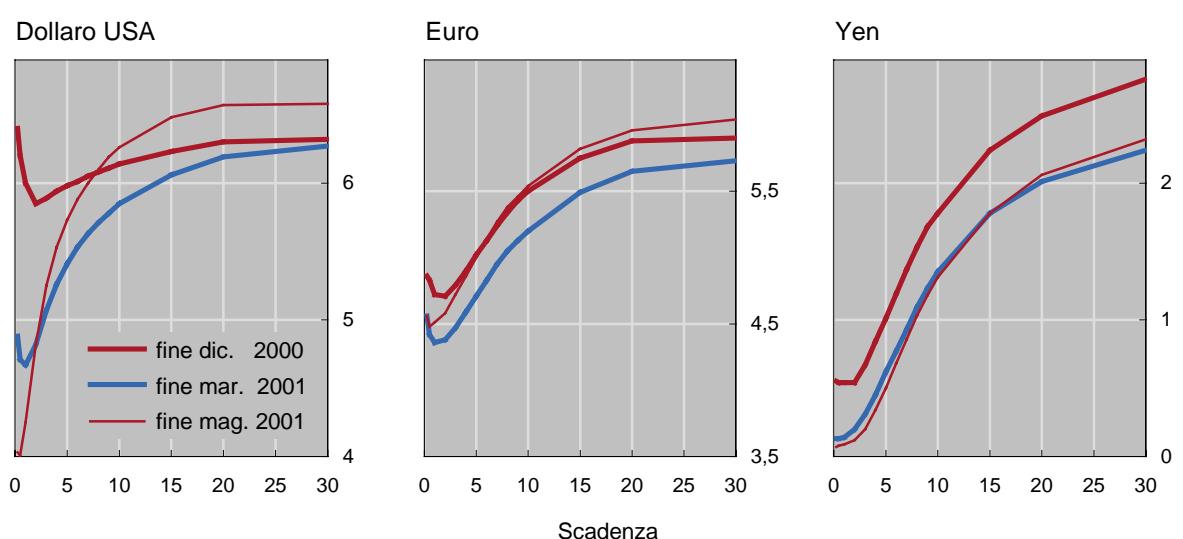
Il mite profilo della curva dei rendimenti nel segmento a breve ha rispecchiato da vicino l'evolversi delle opinioni degli operatori circa le risposte delle autorità monetarie al rallentamento. La pronunciata inflessione della curva intorno alle scadenze intermedie appare insolita se si considera che in precedenti periodi di allentamento monetario i premi di rischio avevano avuto la tendenza a mantenere la curva relativamente piatta. L'abbassamento sembrerebbe derivare dall'assenza di tali premi, a riprova di un elevato grado di fiducia nelle aspettative degli operatori. In gennaio e febbraio le curve incorporavano le attese di un rilassamento della politica monetaria sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, scontando una punta minima dei tassi a fine 2001. A metà maggio l'inclinazione verso il basso intorno al segmento a breve era quasi scomparsa. Per i rendimenti in dollari USA, ciò è dovuto alla massiccia riduzione dei tassi da parte della Fed, che ha reso gli operatori più propensi ad attendere gli sviluppi degli indicatori macroeconomici prima di incorporare ulteriori allentamenti nella curva.

I bassi premi di rischio nelle curve dei rendimenti denotano un clima di grande fiducia

Nel caso dell'area dell'euro, dove l'inclinazione è stata comunque meno accentuata, sono osservabili due fasi distinte. Da febbraio agli inizi di maggio, la previsione che l'Eurosistema avrebbe seguito una strategia simile a quella della Fed è stata gradualmente abbandonata, dando luogo a un progressivo innalzamento e appiattimento della curva a termine nel segmento a breve. Dopo il taglio a sorpresa del tasso ufficiale il 10 maggio, il mercato ha rivisto al

Curve dei rendimenti di swaps su tassi d'interesse

in percentuale



Fonte: Bloomberg.

Grafico 1.4

I mercati dei cambi sostengono il dollaro indipendentemente dagli scenari di crescita

ribasso le proprie previsioni sui rendimenti a breve in euro, mentre quelli a lunga sono rimasti praticamente invariati.

Nei mercati valutari, gli operatori hanno trovato motivi a sostegno del dollaro USA in base a scenari sia ottimistici sia pessimistici. Una rapida ripresa dal "profilo a V" avrebbe potuto tradursi nel ritorno a una crescita sostenuta del PIL e della produttività negli Stati Uniti, nonché in un recupero dei corsi azionari USA, convalidando così quei fattori che avevano sorretto il dollaro rispetto ad altre valute negli ultimi due anni. Paradossalmente, una prolungata decelerazione dell'economia USA poteva essere parimenti considerata benefica per il dollaro, grazie agli effetti derivanti dal suo status di "approdo sicuro" e alla percezione che essa avrebbe comportato saggi di crescita e di redditività degli investimenti sostanzialmente più bassi in altri paesi. Di conseguenza, il dollaro si è rafforzato sull'euro, passando da 0,94 a meno di 0,88 in marzo, nel momento in cui le borse USA (e altre) scendevano ai minimi storici. E quando i mercati azionari mondiali hanno segnato un recupero in aprile e maggio, il tasso di cambio dollaro/euro si è mantenuto entro un intervallo di 0,88-0,90, per poi rafforzarsi ulteriormente.

Gli investitori in obbligazioni societarie guardano oltre il rallentamento, ma le banche restano caute

Rispetto agli operatori azionari, incerti nel valutare le prospettive per i profitti, gli investitori in obbligazioni societarie sono parsi meno propensi a oscillazioni nelle aspettative e più favorevoli a una visione relativamente ottimistica riguardo alla crescita economica e alle condizioni creditizie. Ciò è derivato in parte dal fatto che i mercati obbligazionari avevano scontato sfavorevoli scenari di crescita già negli ultimi mesi del 2000. In un'ottica di più lungo periodo, essi avevano iniziato a incorporare le attese di un accresciuto rischio di credito nel settore societario a partire dalla crisi finanziaria dell'autunno 1998. Pertanto, le peggiorate prospettive di profitto tra la fine del 2000 e gli inizi del 2001, seppure aggravate da deludenti annunci di utili societari, hanno avuto un impatto minore sui mercati delle obbligazioni che non su quelli azionari.

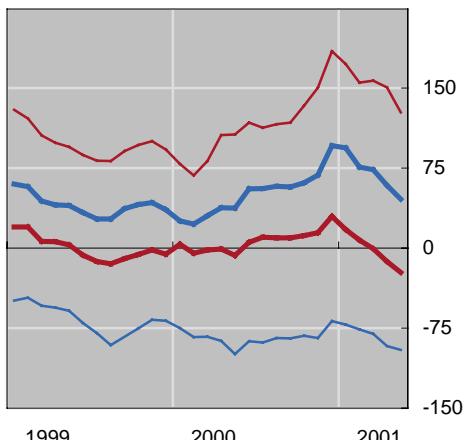
Gli spreads creditizi per la maggior parte delle categorie di titoli societari sono diminuiti nettamente in gennaio e a ritmo più lento nei mesi seguenti (grafico 1.5). Anche se i differenziali ad alto rendimento non si sono ridotti in misura altrettanto consistente, e quelli su altre tipologie di debito sono semplicemente tornati ai livelli della metà del 2000, il fatto che siano calati anche i sottostanti tassi a rischio nullo ha comportato una netta flessione dei costi complessivi di finanziamento delle imprese nel primo trimestre 2001. Gli indici di rendimento Merrill Lynch A e BBB sono scesi rispettivamente al 6,5 e 7,5%, livelli che non si osservavano dalla prima metà del 1999. Tuttavia, alcuni mutuatari, in particolare società di telecomunicazione, hanno dovuto far fronte a rendimenti sul mercato secondario notevolmente più elevati di altri

Gli spreads creditizi diminuiscono, contribuendo a un calo dei costi complessivi di finanziamento ...

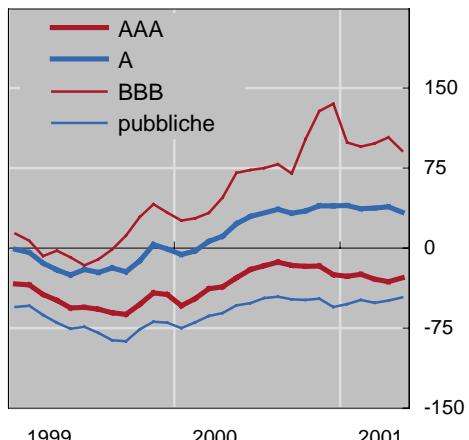
Spreads su obbligazioni private e pubbliche¹

dati di fine mese

Stati Uniti



Area dell'euro



Rendimenti storici USA



¹ Differenziali tra indici obbligazionari e tassi swap a 10 anni, in punti base, ad eccezione dei rendimenti storici USA (in %).

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; statistiche nazionali.

Grafico 1.5

prenditori nella stessa classe di rating. Inoltre, i differenziali si sono attestati su valori molto alti rispetto ai parametri storici. Gli spreads dei rendimenti A e BBB sugli swaps in dollari USA sono rimasti a livelli riscontrati solo due volte nell'ultimo decennio: agli inizi del 1991 e, per breve tempo, nell'autunno 1998.

Fatto insolito, il restringimento degli spreads si è accompagnato a continui ribassi delle quotazioni azionarie per buona parte del primo trimestre. Peraltro, ciò non significa necessariamente che il mercato obbligazionario stesse rivedendo al ribasso le probabilità di insolvenza nel momento in cui quello azionario stava ridimensionando le prospettive per gli utili. Invero, secondo i dati di Moody's, il 7,5% circa degli emittenti di titoli "speculativi" è risultato inadempiente fra maggio 2000 e aprile 2001, mentre il numero dei declassamenti ha superato quello degli avanzamenti all'incirca del 2%. Moody's prevede attualmente che nel 2001 il tasso di inadempienza per tale

... nonostante i decrescenti corsi azionari e l'aumento dei tassi di insolvenza ...

... poiché gli investitori mostrano una maggiore tolleranza al rischio di credito societario

I mutuatari di qualità non primaria rispondono prontamente aumentando le emissioni a lungo termine

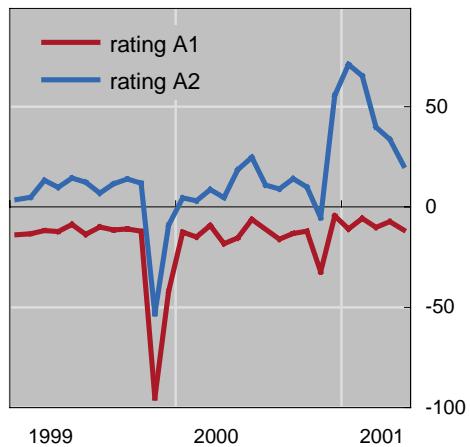
classe di rating raggiungerà il 10% su base annua. Se tale previsione dovesse rivelarsi esatta, sarebbe questa la percentuale più elevata dal 1991, anno in cui venne oltrepassato, seppure di poco, tale livello.

Piuttosto, i minori spreads sui titoli delle imprese hanno rispecchiato in parte la rinnovata disponibilità degli investitori a incrementare la loro esposizione al rischio di credito societario. Negli Stati Uniti un ulteriore fattore che ha contribuito a ridurre i differenziali potrebbe essere stato il calo del premio di "scarsità" applicato ai titoli di Stato, in seguito ai progressi compiuti dalla nuova Amministrazione nell'attuare una politica fiscale che avrebbe determinato una riduzione del debito in essere più lenta di quanto previsto dal mercato. La ritirata dai mercati azionari in febbraio e marzo non si è quindi accompagnata a una "fuga verso la qualità" simile a quella osservata nell'autunno 1998 o, in minor misura, in occasione del passaggio al nuovo millennio. Anziché migrare dai titoli a rischio di tutti i tipi verso le obbligazioni di Stato, come in passato, sembra che in questa occasione molti investitori, fra cui detentori di quote di fondi comuni USA, abbiano trasferito i loro investimenti dalle azioni alle obbligazioni societarie (grafico 1.3).

Il ritorno di interesse degli investitori ha contribuito nel primo trimestre a un forte aumento delle emissioni di titoli di debito a lungo termine da parte di società con rating inferiore ad AAA (Sezione 3). Il collocamento di tali titoli è stato incentivato dalla fredda accoglienza riservata dagli investitori alle nuove emissioni azionarie. Dovendo far fronte a spreads persistentemente alti e volatili sul mercato della CP (grafico 1.6), e data la riluttanza delle banche prestatrici, molte società hanno approfittato del loro rinnovato accesso ai mercati del debito per rimborsare parte delle proprie posizioni bancarie e in CP. Le società di telecomunicazione, gravate da ingenti debiti connessi con l'acquisto delle licenze e l'installazione o l'ammodernamento delle loro reti,

Spreads della commercial paper USA¹

Spreads sul Libor



Spread relativo

¹ Su rendimenti a 30 giorni, in punti base; dati di fine mese.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico 1.6

sono state particolarmente sollecite nel trarre vantaggio dalle più favorevoli condizioni di finanziamento.

A differenza degli investitori obbligazionari, nei primi mesi del 2001 le banche paiono aver adottato un approccio prudente nell'assunzione di nuove posizioni creditorie. Verso la fine dello scorso anno esse erano incorse in esposizioni involontarie allorché molti mutuatari non erano stati in grado di rifinanziare sul mercato obbligazionario le anticipazioni ricevute, mentre altri avevano attinto alle linee bancarie di sostegno. Sebbene la ripresa dei mercati delle obbligazioni societarie abbia consentito il parziale rimborso di questi debiti nel corrente anno, le banche si sono mostrate riluttanti a concedere nuovi prestiti temendo un calo nella qualità del credito delle imprese. Nel primo trimestre i nuovi prestiti consorziali internazionali sono diminuiti del 20% su base destagionalizzata, e particolarmente marcata è stata la flessione delle linee di riserva in appoggio alla CP (si veda il riquadro "Prestiti consorziali: in scadenza nel 2001 ingenti linee di credito accordate a società telecom", a pag. 23). Indagini della Riserva federale condotte in gennaio, marzo e maggio presso i responsabili della gestione fidi hanno rivelato che nel primo semestre di quest'anno circa la metà delle istituzioni aveva inasprito i criteri per la concessione di prestiti commerciali e industriali a grandi società, una quota che rappresenta un aumento considerevole rispetto all'anno precedente. Analogamente agli spreads sul debito societario cui si è accennato dianzi, bisogna risalire ai mesi a cavallo degli anni 1990-91 per osservare livelli comparabili di questo indicatore delle condizioni creditizie dei mercati.

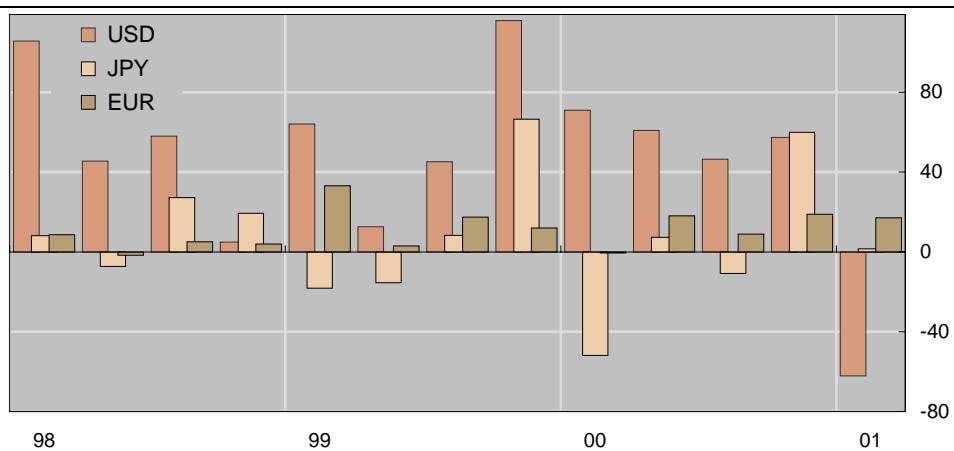
Forse in conseguenza dell'accresciuta cautela delle banche a riguardo del rischio di credito, le emissioni di CP – che richiedono generalmente una linea bancaria di appoggio – sono rallentate nel primo trimestre. I collocamenti netti di CP sul mercato internazionale ("euro-CP") sono scesi da \$27 miliardi nel quarto trimestre 2000 a \$16 miliardi in quello successivo (grafico 1.7),

I prestatori bancari sono cauti ...

... contribuendo al rallentamento delle emissioni di commercial paper

Emissioni nette interne e internazionali di commercial paper¹

in miliardi di dollari USA



¹ I dati sulle emissioni interne per il primo trimestre 2001 sono provvisori.

Fonti: Euroclear; autorità nazionali.

Grafico 1.7

risultando persino negativi in termini aggregati sui principali mercati interni. Gli spreads fra le emissioni di CP ad alto e basso rating, che si erano fortemente ampliati a fine 2000, sono rimasti instabili nel primo trimestre dopo che due aziende elettriche californiane si sono rese insolventi e che altri grandi prenitori hanno accusato difficoltà di rimborso. A fine trimestre, tuttavia, tali spreads erano ritornati ai livelli usuali.

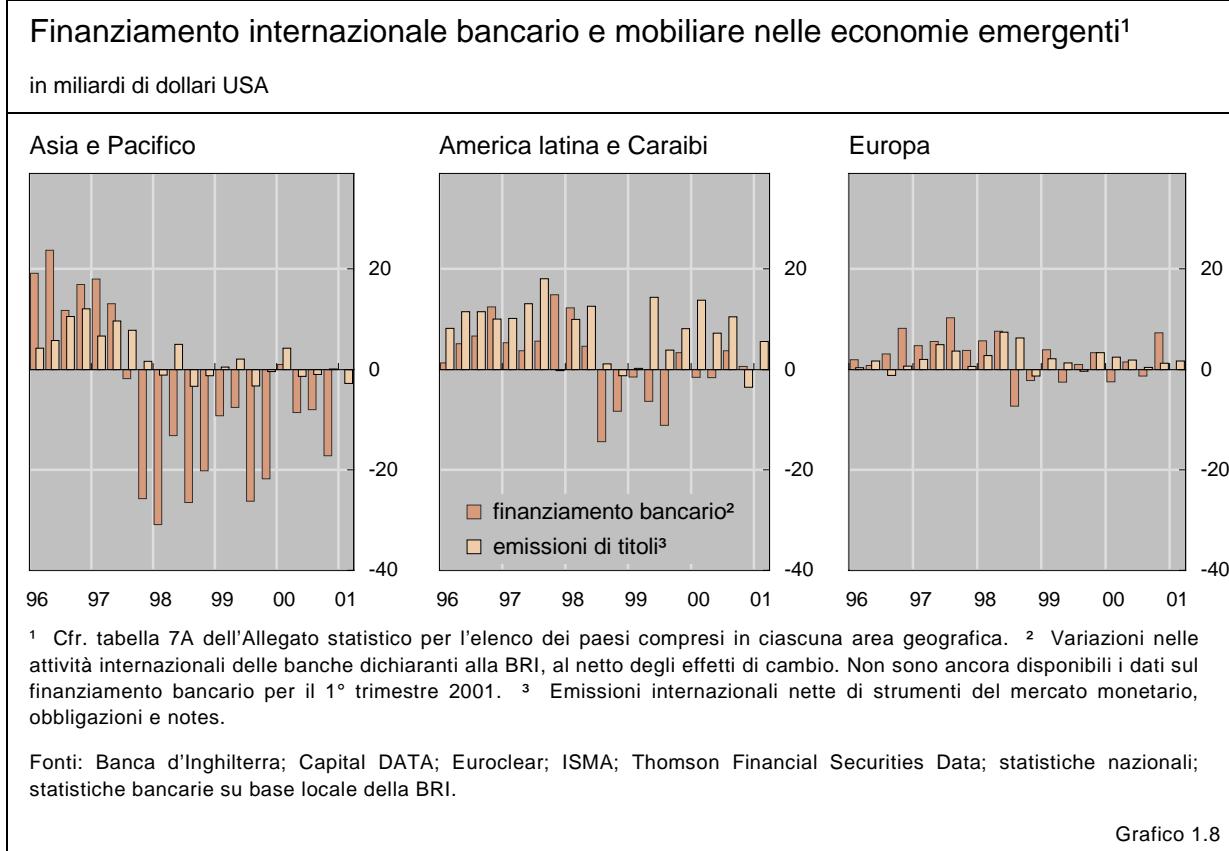
Riprende quota il finanziamento alle economie emergenti in un mercato frammentato

Aumentano i flussi ai mercati emergenti ...

Nel primo trimestre 2001 i flussi di finanziamento alla maggior parte delle economie emergenti ha beneficiato della rinnovata propensione al rischio degli investitori obbligazionari nei paesi industriali. Le emissioni nette di titoli sono tornate positive, dopo i rimborsi netti del quarto trimestre 2000 (grafico 1.8). Peraltra, gli afflussi mobiliari sono rimasti modesti rispetto ai livelli prevalenti nei primi tre trimestri dello scorso anno. Tale andamento prosegue la tendenza osservata nei mesi recenti. Nel 2000 i paesi emergenti hanno effettuato rimborsi netti di crediti bancari sia nell'ultimo trimestre sia su base annua (Sezione 2). In aggiunta, i paesi esportatori di petrolio e le economie dell'Est asiatico hanno collocato ingenti depositi presso le banche dell'area dichiarante.

... pur restando su livelli modesti

Vi sono diversi motivi per cui il livello dei flussi ai mercati emergenti è rimasto relativamente modesto. In primo luogo, molti prenitori dell'area hanno continuato a registrare avanzi di parte corrente e, di conseguenza, hanno avuto



scarso bisogno di finanziamento esterno. In secondo luogo, gli investitori erano incerti sull'impatto che il rallentamento dell'economia USA e la protracta debolezza di quella giapponese avrebbero prodotto sulla crescita dei paesi emergenti, specie di quelli dipendenti dalle esportazioni di attrezzature elettroniche. I mercati paiono considerare le economie asiatiche vulnerabili all'evoluzione del settore tecnologico statunitense, mentre i paesi latino-americani sono esposti a più ampie oscillazioni nel clima dei mercati azionari. Anche un ulteriore indebolimento dello yen viene ritenuto un fattore di rischio particolarmente rilevante per l'Asia. In terzo luogo, l'esposizione creditoria delle banche nei paesi industriali verso le economie emergenti è originata spesso da acquisizioni di banche locali piuttosto che dal finanziamento internazionale.

Un ultimo fattore che potrebbe aver frenato il credito ai mercati emergenti è stato il protrarsi delle turbolenze economiche in taluni paesi, segnatamente Argentina e Turchia. Da un raffronto degli spreads sul mercato secondario emerge che gli investitori hanno continuato ad applicare premi di rischio relativamente bassi a prenditori di qualità bancaria come Corea, Messico e Thailandia, mentre hanno mostrato una crescente riluttanza nei confronti del debito di mutuatari a più basso rating, fra cui Brasile e Filippine (grafico 1.9). Come già notato, ciò non ha ancora prodotto effetti apprezzabili sulle possibilità di accesso ai mercati, se non altro perché le esigenze di finanziamento esterno sono rimaste tendenzialmente modeste. Tuttavia, qualora gli investitori e le banche erogatrici continuassero a mostrarsi avversi a tale categoria di rischio, potrebbero derivarne problemi per questi mutuatari nel momento in cui dovessero trovarsi nella necessità di accedere prontamente ai mercati internazionali dei capitali.

