

## 1. Quadro generale degli sviluppi: gli investitori restano in attesa di un recupero dell'economia

L'inizio dell'estate 2001 ha visto svanire le speranze di una rapida ripresa economica globale. Come descritto nell'edizione di giugno 2001 della *Rassegna trimestrale BRI*, in primavera sui mercati finanziari si era fatto strada un cauto ottimismo, nella convinzione che l'allentamento monetario attuato dalle principali banche centrali dei paesi sviluppati avrebbe presto invertito il corso dell'economia mondiale. Tuttavia, in giugno e agli inizi di luglio i deludenti dati macroeconomici pubblicati in Giappone, in Europa e negli Stati Uniti, unitamente ad annunci di utili in regresso da parte di imprese europee e nordamericane, segnalavano che il rallentamento non soltanto proseguiva, ma si stava anche diffondendo. Gli indici azionari sono calati fortemente, annullando i precedenti guadagni e ampliando la correzione iniziata un anno prima.

Il generale deterioramento dei mercati azionari è stato aggravato in luglio da turbolenze sui mercati emergenti. Le notizie circa le difficoltà finanziarie di Argentina, Turchia e Polonia si sono ripercosse sui corsi azionari e valutari di numerose economie emergenti, sebbene molti siano stati anche i paesi che hanno potuto sottrarsi al contagio. Quest'ultimo ha cominciato a dissiparsi nell'arco di due settimane, non appena gli operatori sono tornati a differenziare il proprio giudizio sui vari paesi.

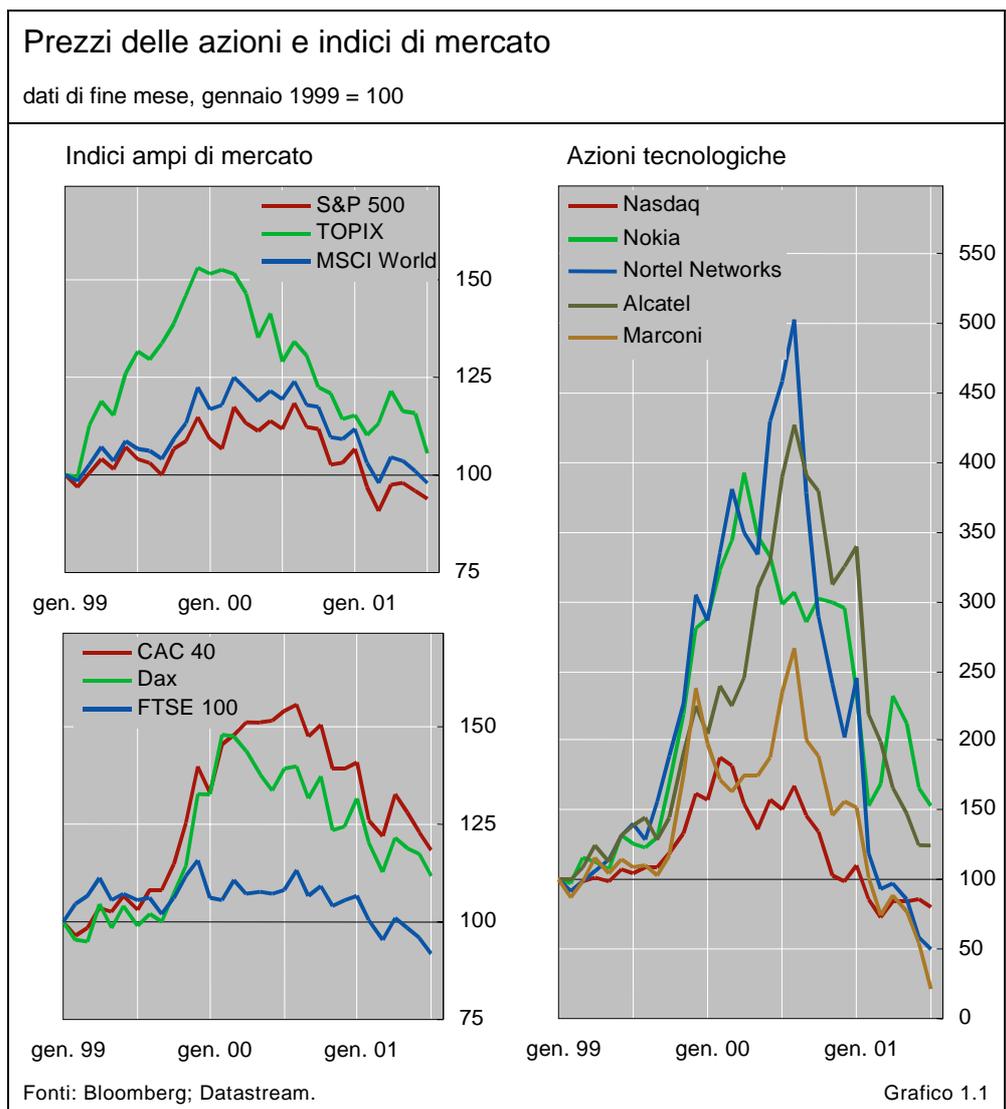
Nonostante le condizioni depresse dei mercati azionari globali, non vi sono praticamente stati segni di rarefazione del credito sui mercati internazionali del reddito fisso. Le curve dei rendimenti nelle principali economie hanno mantenuto la loro forte inclinazione positiva, segnalando una certa fiducia in una ripresa economica a breve termine. Malgrado le crescenti perdite per insolvenze, gli spreads creditizi si sono costantemente ristretti nella prima metà dell'anno, in quanto gli investitori hanno cercato di integrare i propri portafogli con obbligazioni private. Gli spreads si sono ridotti persino nel perturbato comparto delle telecomunicazioni. Nel mercato internazionale le società hanno continuato ad approfittare delle condizioni favorevoli emettendo prestiti a lungo termine nel secondo trimestre, anche se a un ritmo meno intenso che in precedenza. Al tempo stesso, grazie alla pronta offerta di crediti bancari, si è registrato un forte aumento degli annunci di nuovi prestiti

consorziali internazionali, che ha annullato il calo degli ultimi due trimestri. Molti mutuatari hanno però utilizzato i fondi raccolti per estinguere debiti in essere, specie obbligazioni a lunga e carta commerciale in scadenza, piuttosto che per investire in nuovi impianti e acquisizioni societarie.

### Di fronte alle ingenti cancellazioni di attività del settore tecnologico i mercati azionari guardano ai profitti

In aprile gli operatori di borsa hanno avuto motivo di rasserenarsi. Dopo i forti cali delle quotazioni tecnologiche in febbraio e marzo, nel mese successivo gli investitori hanno accolto con soddisfazione una serie di annunci relativamente incoraggianti sugli utili, in particolare la notizia che i profitti di Dell Computer sarebbero stati conformi alle ultime proiezioni. L'effetto positivo di tali annunci è stato rafforzato due settimane dopo da una riduzione del tasso ufficiale da parte della Federal Reserve decisa fra due riunioni ufficiali, il secondo taglio a sorpresa dopo quello di gennaio. Di conseguenza, l'indice Nasdaq Composite ha guadagnato il 15% in aprile (grafico 1.1). In Giappone l'elezione del nuovo

I dati sugli utili e i più bassi tassi d'interesse sostengono le quotazioni azionarie in aprile ...



Primo Ministro il 24 aprile ha ridato fiducia alla borsa di Tokyo, facendo salire il TOPIX del 6% nei giorni successivi (tabella 1.1).

In giugno, tuttavia, il clima di mercato è tornato a deteriorarsi allorché gli annunci di utili inferiori alle aspettative hanno vanificato le speranze di una rapida ripresa dell'economia. In questo caso, molte delle segnalazioni di rilievo riguardavano società non statunitensi. Lo shock iniziale è provenuto dal Canada agli inizi del mese con la notizia di perdite della Nortel Networks per \$17 miliardi; la borsa di Toronto è scesa dell'1,2% (tabella 1.1). È seguita una

Impatto di nuovi eventi sui mercati azionari				
marzo–agosto 2001				
Data	Evento	Indice più reattivo	Variazione cumulativa dei corsi (in %)	Numero giorni di variazione dei corsi
9 marzo	Occupazione non agricola maggiore del previsto	Nasdaq	- 11,6	2
21 marzo	Risultati indagine Ifo inferiori alle aspettative	Dax	- 7,0	2
5 aprile	Utili Dell conformi alle previsioni	Nasdaq	8,9	1
18 aprile	Taglio tasso ufficiale USA	Nasdaq	13,0	2
24 aprile	Koizumi eletto in Giappone	TOPIX	6,2	5
8 giugno	Nortel annuncia utili in regresso	TSE 300	- 1,2	2
2 luglio	Risultati indagine <i>Tankan</i> inferiori alle aspettative	TOPIX	- 1,1	1
2 luglio	FMI differisce prestito alla Turchia	National 100	- 23,8	4
5 luglio	Marconi annuncia utili in regresso	FTSE	- 3,8	5
6 luglio	Occupazione non agricola minore del previsto	Nasdaq	- 3,7	1
10 luglio	Asta titoli di Stato in Argentina	Merval	- 13,6	3
12 luglio	Annunci favorevoli su utili di Yahoo! e Microsoft	Nasdaq	5,7	2
14 agosto	Espansione dell'offerta di moneta decisa dalla Banca del Giappone	TOPIX	2,7	1

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali. Tabella 1.1

serie di segnalazioni negative, fra cui i deludenti risultati economici di primarie imprese tecnologiche europee, resi noti verso la fine di giugno. In qualche caso, questi annunci hanno avuto la tendenza a ripercuotersi in maniera abnorme sui mercati. Nel 2001 il maggior numero di proiezioni sugli utili delle società USA si è finora concentrato nelle ultime settimane di gennaio, aprile e

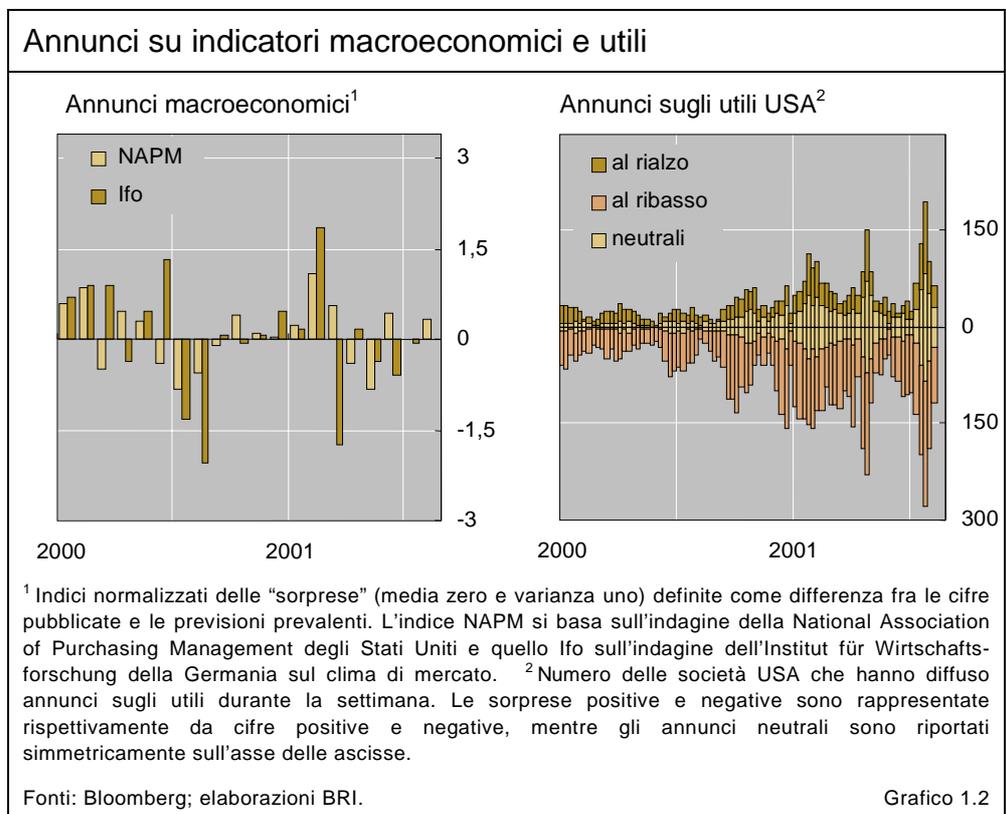
luglio (grafico 1.2). Purtroppo, l'indice S&P 500 è mediamente cresciuto in quelle settimane, mentre è calato in altre. Le società più importanti segnalano in genere le previsioni reddituali agli inizi del mese, e questi sono i periodi che hanno determinato la tendenza generale al cedimento dei corsi azionari.

Un aspetto di rilievo delle informazioni sugli utili societari è stato il ruolo preminente svolto dalle svalutazioni di cespiti patrimoniali nel settore tecnologico. Le cancellazioni più importanti hanno in genere riguardato le poste di avviamento iscritte a bilancio a fronte di società acquisite, ma non sono mancate rettifiche rilevanti anche in voci quali i crediti di fornitura e le rimanenze. Ad esempio, le perdite annunciate da Nortel Networks hanno tratto essenzialmente origine da svalutazioni dell'avviamento di aziende rilevate dall'impresa canadese, e quelle segnalate in luglio da JDS Uniphase – produttore nordamericano di componenti in fibra ottica – derivano da rettifiche per quasi \$45 miliardi nel valore delle sue acquisizioni.

Sui mercati europei e statunitensi hanno influito pesantemente anche gli annunci macroeconomici. Tuttavia, pure in questo caso i mercati sono parsi reagire principalmente in termini di implicazioni per i profitti societari piuttosto che per la politica monetaria, come già osservato nei mesi precedenti. Tale attenzione per l'andamento degli utili indica che, secondo gli investitori azionari, il ciclo di allentamenti monetari negli Stati Uniti era ampiamente concluso e che la congiuntura economica dell'Europa continentale presentava uno sfasamento rispetto a quella USA. Gli operatori si sono basati in particolare sul raffronto fra l'indice NAPM dell'industria manifatturiera USA e

... mentre in giugno le ingenti cancellazioni di attività spingono i mercati al ribasso

I mercati guardano alle implicazioni per gli utili degli annunci macroeconomici ...



l'indagine dell'istituto tedesco Ifo sul clima di mercato, da cui emergeva un ritardo di sei-sette mesi tra la posizione ciclica dell'area dell'euro e quella statunitense (grafico 1.2). Il rapporto USA sull'occupazione diffuso il 6 luglio rilevava un calo insolitamente ampio nei settori non agricoli. Sei o nove mesi prima, ciò avrebbe potuto determinare un rialzo dei corsi nell'aspettativa di un allentamento della politica monetaria. In questa occasione il Nasdaq Composite ha perso il 3,7%, dopo le indicazioni della Fed secondo cui il taglio di 25 punti base del tasso ufficiale deciso il 27 giugno non sarebbe stato probabilmente seguito da ulteriori riduzioni nel breve periodo.

... e, in Giappone, ai provvedimenti di politica economica

In misura maggiore rispetto all'Europa e agli Stati Uniti, il mercato giapponese ha continuato a reagire alle notizie macroeconomiche in termini di implicazioni per l'efficacia della politica fiscale e monetaria. Il 2 luglio l'indagine *Tankan* ha evidenziato un ulteriore indebolimento dell'economia, provocando in quella sola giornata un calo del TOPIX dell'1,1%. Il 14 agosto l'indice ha guadagnato il 2,7%, dopo che la Banca del Giappone aveva dichiarato di voler espandere l'offerta di moneta consentendo alle banche di aumentare le proprie riserve e acquistando maggiori quantitativi di titoli di Stato. Facendo seguito all'annuncio del nuovo governo di un contenimento dei disavanzi fiscali, con la sua manovra la banca centrale ha palesato l'intendimento di rafforzare ulteriormente l'azione monetaria a sostegno dell'economia. In breve tempo, tuttavia, le quotazioni azionarie nipponiche hanno ripreso ampiamente a flettere, poiché il mercato si è reso conto che il peggioramento delle prospettive globali avrebbe potuto ridurre i profitti anche delle imprese di esportazione relativamente solide.

### Temporanei fenomeni di contagio nei mercati emergenti

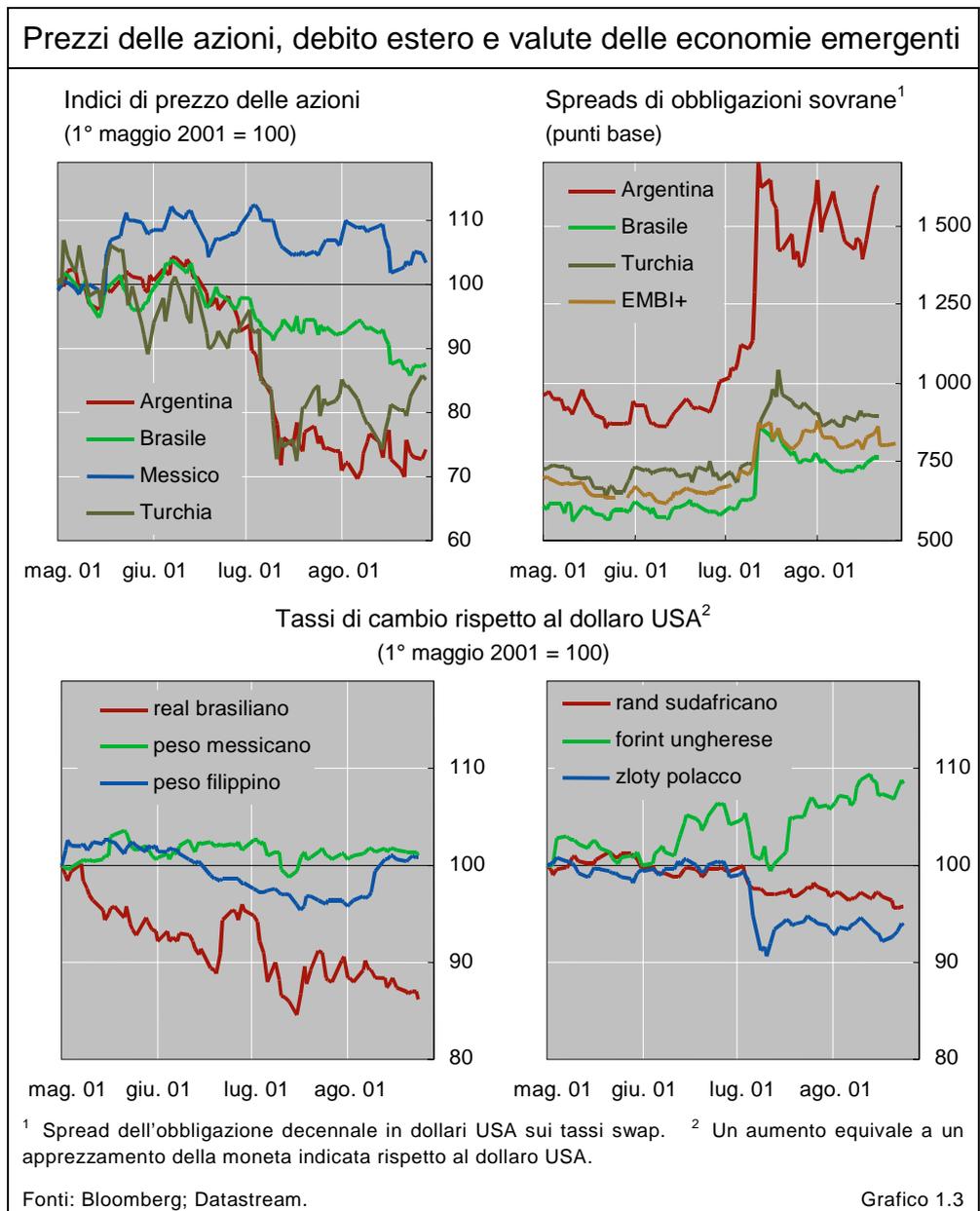
Le crisi in Turchia e Argentina agli inizi del 2001 ...

Gli sviluppi sfavorevoli in Argentina e Turchia avevano richiamato l'attenzione degli operatori fin dagli ultimi mesi del 2000. Nel febbraio scorso le autorità turche erano state costrette a svalutare la lira dopo le difficoltà di provvista incontrate da una banca locale e i segni di tensioni politiche che avevano suscitato timori circa la stabilità del sistema bancario, accelerando a loro volta la fuga di capitali. Poche settimane dopo, gli spreads sul debito sovrano dell'Argentina si erano raddoppiati rispetto ai livelli di febbraio, allorché il calo del gettito tributario e le dimissioni di due ministri finanziari succedutesi nello stesso arco di tempo avevano sollevato dubbi sulla capacità del governo di attuare le riforme fiscali. In entrambi i casi gli investitori non hanno reagito riducendo automaticamente la loro esposizione verso l'area emergente nel suo insieme, ma paiono aver operato un'attenta differenziazione fra paesi in termini di rischio sovrano. La crisi in Turchia era sembrata risolversi dopo che un programma di sostegno del FMI aveva consentito un margine di manovra per una ristrutturazione di più lungo periodo. In giugno anche le prospettive per l'Argentina apparivano incoraggianti, a seguito della riuscita operazione di conversione di quasi \$30 miliardi di debito in scadenza con titoli a più lungo termine.

... non si propagano ad altre economie emergenti

In luglio, tuttavia, questi due paesi sono stati oggetto di nuove pressioni, accentuate dall'insorgere di problemi in Polonia. Il 2 luglio un disaccordo sulla composizione di un nuovo consiglio esecutivo dell'azienda pubblica turca Telekom ha indotto il FMI a procrastinare l'erogazione dei fondi. Quattro giorni dopo gli operatori sono stati colti di sorpresa da una crisi del governo polacco, che ha rischiato di provocarne la caduta, originata da un disavanzo di bilancio inaspettatamente elevato. Il 10 del mese hanno aggravato la situazione le notizie provenienti dall'Argentina, dove l'asta dei titoli di Stato ha avuto un'accoglienza talmente fredda da costringere l'esecutivo ad accorciare la scadenza del nuovo debito e a innalzarne la remunerazione ai livelli della crisi russa del 1998.

In luglio emergono nuove pressioni ...



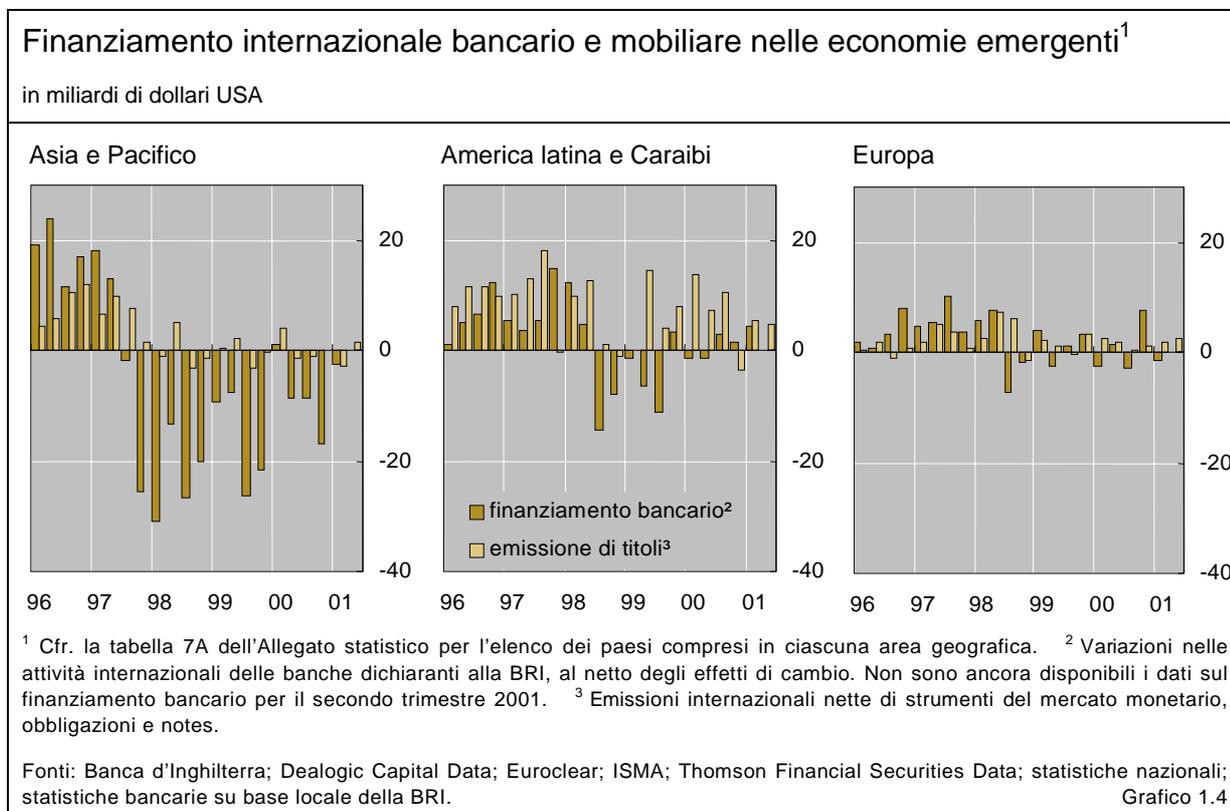
... e sono più evidenti gli effetti di contagio ...

Le spinte alla vendita hanno interessato un numero notevole di mercati emergenti, con effetti di contagio più pronunciati in luglio che agli inizi dell'anno. Le valute già sotto pressione, come la lira turca e il real brasiliano, si sono deprezzate bruscamente. Lo zloty polacco, che aveva mostrato in corso d'anno una delle performance migliori, ha perso il 4% contro il dollaro, verosimilmente perché gli speculatori hanno cominciato a liquidare operazioni di "carry trade" finanziate con prestiti in euro e in franchi svizzeri. Tuttavia, hanno iniziato a indebolirsi anche valute in precedenza risparmiate dalla crisi, come il peso messicano, il forint ungherese e il rand sudafricano (grafico 1.3). Una ragione all'origine del diffondersi delle turbolenze sembra essere stata la più accentuata avversione al rischio nei confronti dei mercati emergenti, specie dei paesi con problemi di debito interno. Nel caso del Sudafrica, l'impatto di questi timori è stato aggravato dall'impiego del rand come sostituto di altre divise africane. Nondimeno, le economie emergenti asiatiche di maggiore spicco sono rimaste generalmente immuni da questi effetti di propagazione.

... ancorché in misura limitata

Tuttavia, il contagio è stato contenuto in termini sia di entità sia di durata. Nel giro di pochi giorni gli investitori internazionali sono tornati a operare una cauta differenziazione fra i vari rischi sovrani. La composizione della controversia fra Turchia e FMI e l'approvazione di una più rigorosa legge finanziaria in Polonia hanno indotto un certo recupero dei prezzi delle attività nei mercati emergenti.

L'episodio di contagio è intervenuto dopo un periodo in cui i mutuatari dei paesi emergenti si erano nuovamente rivolti in misura significativa ai mercati



dei capitali. Molte importanti economie dell'area si erano astenute dal mutare ingenti fondi sin dalla moratoria russa del 1998 (grafico 1.4). Nel secondo trimestre 2001 i paesi in via di sviluppo hanno emesso titoli di debito per \$10 miliardi. In un primo momento le turbolenze di luglio avevano fatto sembrare meno probabile la prosecuzione di questo ritorno ai mercati dei capitali. Tuttavia, in agosto sia il Messico che il Brasile hanno collocato con successo prestiti di elevato ammontare. L'accoglienza mostrata dagli investitori internazionali all'obbligazione trentennale messicana (\$1 miliardo) e all'emissione biennale brasiliana sul mercato samurai (¥200 miliardi), a così poca distanza dalle turbolenze di Argentina e Turchia, sono dunque indicative di una certa resilienza del mercato.

Ritorno al mercato di Messico e Brasile

## Il dollaro USA comincia a vacillare

Il dollaro USA è parso vacillare per la prima volta durante le crisi argentina e turca, perdendo il 2,7% contro l'euro al culmine delle crisi fra il 6 e l'11 luglio. Taluni operatori hanno attribuito questo calo alla liquidazione di "carry trades" comportanti esposizioni verso la Polonia. Benché i tassi a breve in euro fossero più alti di quelli in dollari, gli speculatori potrebbero aver scelto di indebitarsi in euro in virtù dell'elevata correlazione fra questa moneta e lo zloty polacco. La liquidazione di queste operazioni ha comportato la cessione di attività in zloty e l'acquisto di euro, determinando un rafforzamento della valuta europea e un iniziale cedimento del dollaro.

Un possibile fattore potrebbe essere la liquidazione di "carry trades" ...

Subito dopo, il dollaro ha cominciato a indebolirsi più diffusamente nei confronti di altre principali valute. Fra i massimi toccati nei primi giorni di luglio e il 20 agosto, esso ha ceduto il 9,1% all'euro e il 4,6% allo yen. Ciò rappresenta tuttavia solo una parziale inversione del precedente apprezzamento della moneta USA, i cui guadagni sull'euro e sullo yen dagli inizi del 1999 ammontano al 22,7 e al 7,1% rispettivamente. Nondimeno, sono emerse indicazioni secondo cui molti dei fattori che avevano contribuito alla forza del dollaro nel biennio precedente hanno cominciato a pesare in misura minore sulle valutazioni del mercato. La continua debolezza degli indicatori macroeconomici ha quindi spinto gli operatori a rivedere le proprie attese di un rapido ritorno a una fase espansiva negli Stati Uniti. Una revisione al ribasso delle precedenti stime di crescita della produttività li ha inoltre indotti a mettere in discussione l'opinione, in precedenza prevalente, secondo cui una volta superato l'attuale rallentamento la crescita del PIL sarebbe di nuovo stata significativamente più rapida negli Stati Uniti che non in altre economie sviluppate. Al protrarsi del ribasso degli indici di borsa, gli investitori al dettaglio e i dirigenti orientati alle acquisizioni societarie hanno cominciato a perdere interesse per i titoli azionari USA. L'attenzione si è quindi concentrata sulla sostenibilità dei flussi internazionali verso il settore delle obbligazioni private USA, ritenuti un fattore determinante della forza del dollaro nel primo semestre 2001. Anche le incertezze circa l'orientamento della politica valutaria potrebbero aver concorso al calo del dollaro in luglio.

... ma il successivo deprezzamento sembra causato soprattutto dalle prospettive economiche

## Nei mercati a reddito fisso prevale un clima di maggiore fiducia

La politica monetaria dà fiducia ai mercati a reddito fisso ...

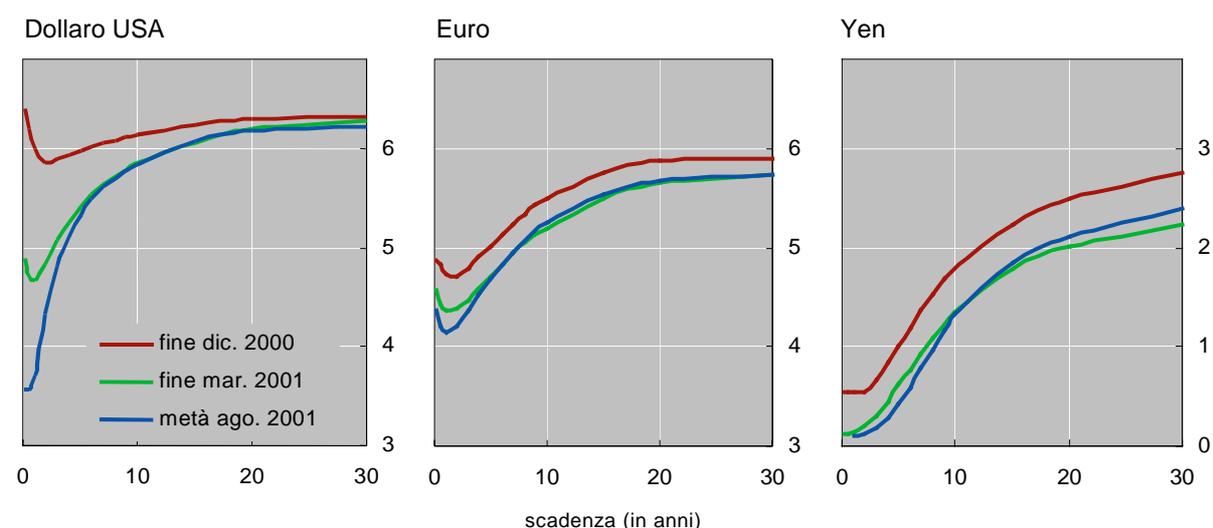
Il clima depresso nei mercati azionari e nelle economie emergenti contrasta con il cauto ottimismo sui mercati a reddito fisso. Nei primi sei mesi dell'anno la Riserva federale USA ha ridotto il suo tasso obiettivo di 275 punti base a più riprese, culminate con il taglio di 25 punti il 27 giugno. Anche la BCE e la Banca d'Inghilterra hanno abbassato i loro tassi ufficiali. La Banca del Giappone, dopo aver annunciato in marzo una più aggressiva politica di "allentamento quantitativo", si è spinta oltre in agosto, dichiarando di voler intensificare gli acquisti di titoli di Stato e consentire un ulteriore aumento delle riserve bancarie. A estate inoltrata gli operatori dei mercati a reddito fisso tendevano a ritenere che le manovre di distensione monetaria sarebbero state sufficienti a impedire un ulteriore rallentamento nelle principali economie. Nondimeno, le previsioni circa il momento in cui la crescita economica avrebbe ripreso slancio continuavano a essere caratterizzate da grande incertezza.

... e la forte inclinazione delle curve dei rendimenti segnala un cauto ottimismo

Di riflesso a questo relativo ottimismo, le curve dei rendimenti degli swaps in dollari USA, euro e yen hanno in genere assunto una forte inclinazione positiva (grafico 1.5). Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro ciò ha rispecchiato le attese di un recupero relativamente rapido dell'economia, anche se i riferimenti a una possibile inversione a V si erano diradati. Nel primo semestre 2001 i segmenti a breve delle curve dei rendimenti in dollari e in euro hanno registrato una significativa inflessione, mentre in quelli a più lungo termine tale inflessione è stata lieve o nulla. La persistenza di elevati rendimenti a lunga è dovuta in parte a specifici fattori transitori, segnatamente una decelerazione

### Curve dei rendimenti di swaps su tassi d'interesse<sup>1</sup>

in percentuale



<sup>1</sup> Tassi Libor per scadenze a tre mesi, sei mesi e un anno.

Fonte: Bloomberg.

Grafico 1.5

del ritmo atteso di riduzione del debito USA. Anche i timori di un acuirsi dei rischi inflazionistici potrebbero aver contribuito a mantenere i tassi a lungo termine su livelli elevati. È nondimeno sorprendente il fatto che sia il taglio a sorpresa dei tassi ufficiali annunciato dalla Fed il 18 aprile sia la riduzione decisa dalla BCE il 10 maggio abbiano avuto il solo effetto di comprimere i rendimenti a breve in dollari e in euro senza ridurre quelli a lunga, accentuando in tal modo l'inclinazione delle curve. In Giappone, per converso, la più forte pendenza della curva è da ascrivere ai più alti rendimenti a lungo termine, dovuti forse alla previsione di un fabbisogno pubblico persistentemente elevato.

Tali dinamiche mettono in luce l'importante influsso della politica monetaria, insieme alla risposta attesa dell'economia nel medio periodo, sull'evoluzione recente delle curve dei rendimenti benchmark nelle principali economie. Questa accentuazione delle curve è rimasta più o meno invariata durante i mesi estivi persino in presenza di un peggioramento delle condizioni macroeconomiche correnti, a riprova di un perdurante atteggiamento di fiducia degli operatori nelle prospettive economiche sottostanti.

## Buona tenuta del mercato delle obbligazioni societarie

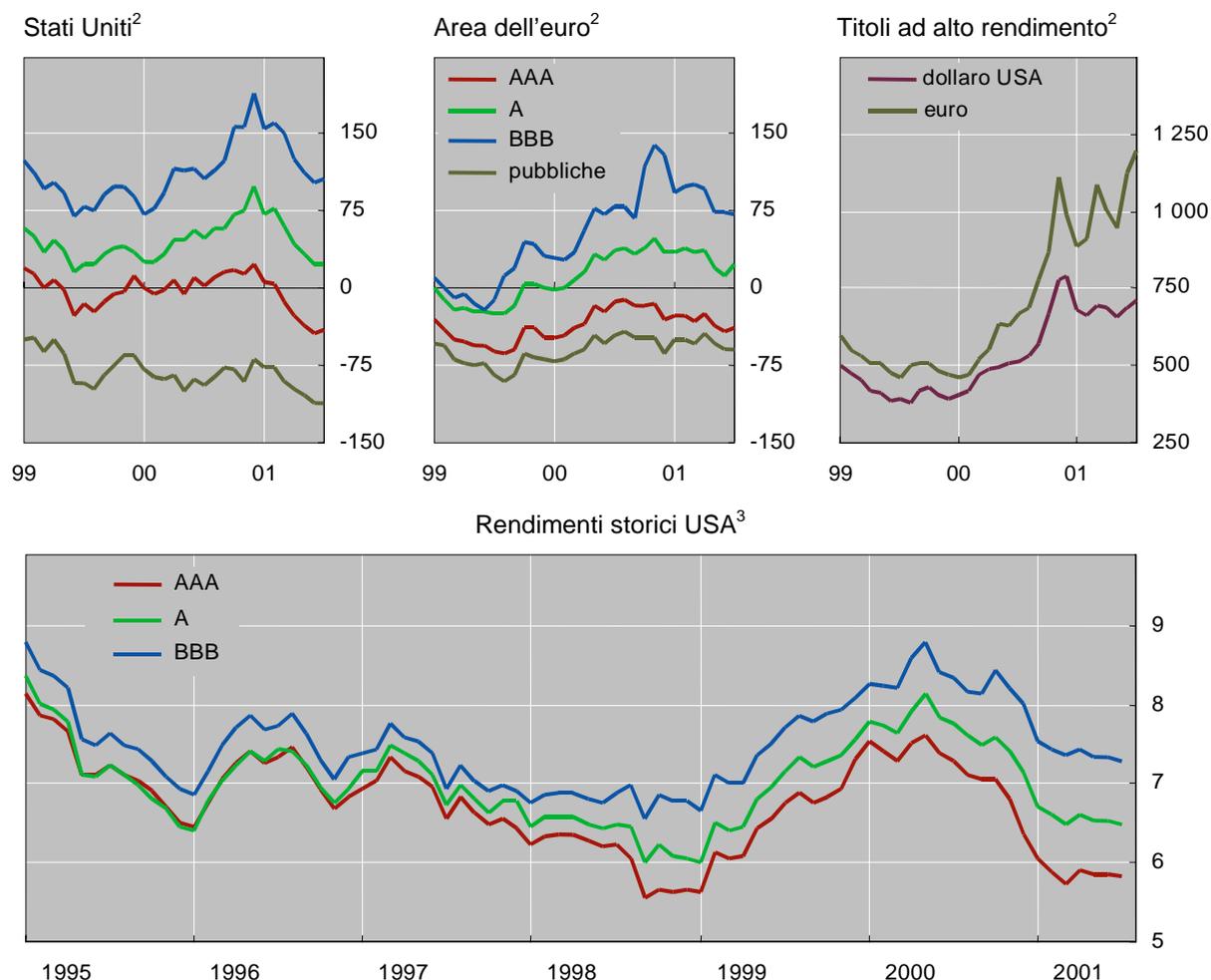
L'allentamento monetario attuato da Stati Uniti, Regno Unito, area dell'euro e Giappone sembra aver influito notevolmente sui corsi delle obbligazioni private. Nel primo semestre di quest'anno, mentre i forti rialzi del mercato azionario si sono rivelati transitori, gli spreads creditizi sulle obbligazioni di qualità bancaria si sono ristretti costantemente (grafico 1.6). Dagli inizi del 2001 a fine luglio gli spreads di rendimento fra obbligazioni di società con rating A e swaps sono scesi da 71 a 24 punti base per le denominazioni in dollari e da 35 a 23 punti per quelle in euro. Contrariamente al 2000, i differenziali delle obbligazioni del settore telecom sono calati in linea con quelli di altri emittenti per quasi tutto il primo semestre del corrente anno, sebbene gli investitori abbiano continuato a evitare talune emissioni del settore, in particolare quelle con quotazione pari o inferiore a BBB. I bassi livelli di rendimento degli strumenti a breve e la persistenza di mediocri guadagni di borsa sembrano aver indotto gli investitori a riconsiderare favorevolmente il rischio di credito societario, nonostante il loro scetticismo circa le prospettive degli utili delle imprese.

Gli spreads nel mercato della commercial paper (CP), aumentati notevolmente verso la fine del 2000 e nel primo trimestre 2001, sono anch'essi diminuiti gradualmente nel secondo trimestre e risultavano in pratica azzerati agli inizi di giugno. Le tensioni registrate al volgere dell'anno – che avevano rispecchiato i declassamenti e le insolvenze di imprese tecnologiche, enti di erogazione elettrica e società citate in giudizio per problemi causati dall'amianto – si sono in seguito riassorbite.

Costante  
restringimento degli  
spreads societari ...

## Spreads di obbligazioni private e pubbliche<sup>1</sup>

dati di fine mese



<sup>1</sup> Differenziali tra indici obbligazionari e tassi swap a 10 anni. <sup>2</sup> In punti base. <sup>3</sup> In percentuale.

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; statistiche nazionali.

Grafico 1.6

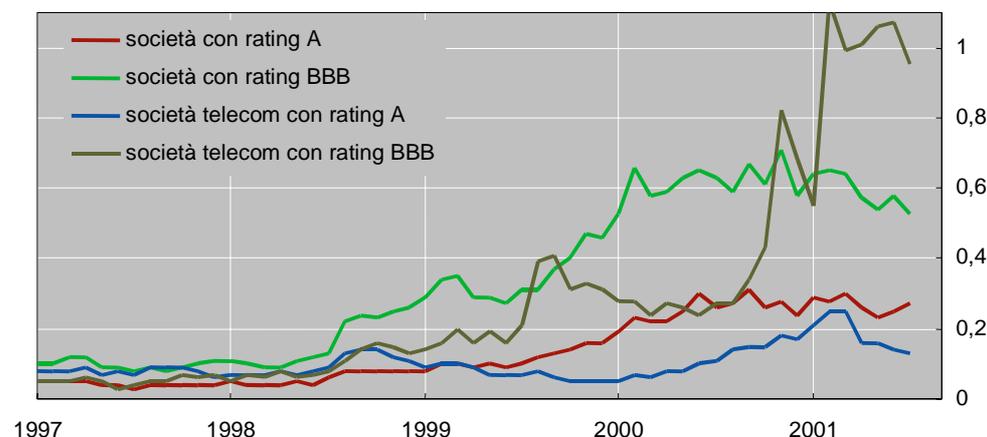
... malgrado l'alto rischio di insolvenza implicito nei prezzi azionari

Il diverso clima prevalente nei mercati obbligazionari e in quelli azionari è riscontrabile nelle misure del rischio di insolvenza basate sui dati di prezzo delle azioni delle singole società. Tali misure evidenziano cali trascurabili del rischio di insolvenza negli ultimi mesi (grafico 1.7), anche in presenza di un restringimento degli spreads creditizi. Questa diversità potrebbe rispecchiare le spiacevoli esperienze degli investitori azionari nell'ultimo anno, oltre che una profonda incertezza circa le prospettive reddituali di molte grandi società tecnologiche. Alcuni operatori telecom sembrano incontrare difficoltà nell'attuare i loro programmi di riduzione del debito mediante cessioni di attività.

Accettando minori spreads creditizi a lungo e a breve termine, gli investitori paiono aver anche integrato nelle loro aspettative un trend crescente dei tassi di insolvenza misurati. Moody's rileva che il 7,7% degli emittenti della

## Probabilità di insolvenza implicita<sup>1</sup>

in percentuale



<sup>1</sup> Probabilità mediana su un orizzonte temporale di un anno basata sulle frequenze attese di insolvenza calcolate da KMV. Le probabilità sono stimate in base alle equazioni di Robert Merton, che comprendono il corso dell'azione, la volatilità di quest'ultima e la leva finanziaria.

Fonte: KMV.

Grafico 1.7

categoria speculativa – che rappresentano il 9,4% in termini di volume in dollari – si è reso insolvente nei dodici mesi terminanti a fine giugno 2001. Entrambe le percentuali risultano raddoppiate rispetto alle medie annue del periodo 1995-2000, e per l'intero 2001 Moody's prevede un incremento a quasi il 10% del tasso riferito agli emittenti. Al tempo stesso, il numero di declassamenti all'interno di questa categoria è andato aumentando lentamente ma costantemente: fra luglio 2000 e giugno 2001 esso ha superato quello degli avanzamenti di oltre il 2%.

Le banche, analogamente agli investitori obbligazionari, hanno continuato a mostrarsi disponibili a sottoscrivere titoli societari. Dopo il calo del primo trimestre, i prestiti consorziali sono cresciuti nel secondo (cfr. il riquadro "Prestiti consorziali: ritorno dei mutuatari USA nel secondo trimestre" a pag. 24). Ciò fa seguito al forte incremento dei crediti internazionali a prenditori non bancari negli Stati Uniti e, in misura minore, in Europa nel primo trimestre, tanto più sorprendente se si considera il modesto numero di nuove operazioni annunciate sul mercato dei prestiti sindacati. Sembra che nel primo trimestre alcune società abbiano attinto a linee bancarie di credito accordate in precedenza, rifinanziando poi queste passività con obbligazioni a lungo termine e con nuovi prestiti consorziali nel secondo. Si è inoltre registrato un aumento dei crediti interbancari, presumibilmente connesso con il finanziamento delle disponibilità in obbligazioni societarie nei portafogli degli intermediari, in considerazione della maggiore domanda di titoli a lungo termine da parte degli investitori (Sezione 2).

I prenditori del settore privato hanno approfittato delle favorevoli condizioni nei mercati delle obbligazioni societarie e dei prestiti consorziali. Data la corsa degli investitori all'acquisto di obbligazioni private, le imprese hanno collocato un ammontare senza precedenti di titoli a lungo termine sui

Perdurante  
disponibilità delle  
banche a erogare  
credito ...

mercati internazionali nel primo semestre dell'anno. Le emissioni lorde di obbligazioni e notes internazionali da parte di società non finanziarie sono salite alla cifra record di \$156 miliardi nel secondo trimestre 2001, con un leggero incremento rispetto al trimestre precedente. Nel periodo sotto rassegna, e fino a luglio inoltrato, sono aumentate in misura particolarmente marcata le emissioni in yen, grazie ai perduranti bassi costi di finanziamento in tale valuta. Alcuni mutuatari, che al volgere dell'anno avevano visto ridotto il loro accesso ai mercati della CP priva di garanzia, sono stati in grado di reperire fondi attraverso strutture garantite da attività. Persino nel mercato delle obbligazioni ad alto rendimento ("junk bonds"), dove gli spreads creditizi erano alti e volatili, le emissioni societarie sono state sostenute. Nella prima metà dell'anno sono stati emessi sul mercato interno USA circa \$50 miliardi di titoli di questo tipo, contro i \$48 miliardi dell'intero 2000.

Se il vigore delle emissioni *lorde* ha rispecchiato la ricettività del mercato, la contrazione in termini *netti* indica che il rallentamento economico mondiale ha cominciato a frenare la domanda di finanziamento. I collocamenti netti del settore non finanziario sono calati lievemente per effetto di un aumento dei rimborsi; i mutuatari societari, infatti, hanno spesso impiegato il ricavato delle loro emissioni per rimborsare passività a lungo termine e carta commerciale in scadenza (Sezione 3). Malgrado l'incremento dei prestiti consorziali nel secondo trimestre, le emissioni nette delle istituzioni finanziarie hanno segnato una forte contrazione; ciò indica che le banche, pur non rinunciando a erogare credito al settore societario, non hanno intravisto opportunità di impiego sufficientemente ampie da giustificare una significativa espansione dei loro bilanci.

... ma carenti  
opportunità di  
impiego