

## 1. Quadro generale degli sviluppi: i mercati finanziari danno prova di resilienza

Gli attacchi terroristici dell'11 settembre contro gli Stati Uniti hanno aggiunto una nuova dimensione all'incertezza nei mercati finanziari mondiali. Durante l'estate l'affievolirsi delle speranze in un recupero dell'economia aveva già indebolito le principali borse, ed erano riemersi problemi nei mercati emergenti. Quasi tutte le categorie di flussi finanziari internazionali hanno subito flessioni nel secondo trimestre e agli inizi del terzo, allorché i mutuatari hanno cominciato a ridimensionare i loro piani di investimento e a riequilibrare i propri bilanci. Gli attentati hanno ulteriormente scosso la fiducia di consumatori e imprese, rafforzando le prospettive di un generale rallentamento dell'economia globale. Nondimeno, una volta superato lo shock iniziale, gli operatori sono tornati a puntare sull'avvio di una ripresa nel corso del 2002, nonostante il permanere di dati macroeconomici sfavorevoli.

L'effetto immediato dei drammatici eventi è stato quello di sconvolgere il funzionamento di taluni mercati e di spingere gli investitori verso attività meno rischiose. I mercati azionari USA hanno sospeso le contrattazioni per quattro giorni, mentre quelli europei e asiatici – che erano rimasti aperti, ma avevano sospeso gli scambi dei titoli di società con sede negli Stati Uniti – hanno accusato ribassi delle quotazioni. Alla riapertura delle borse USA i prezzi hanno subito un brusco calo anche negli Stati Uniti, sebbene in misura minore di quanto molti si aspettassero. Sulla piazza di New York i danni prodotti all'operatività di inter-dealer brokers, alle linee di comunicazione e ad alcuni sistemi di compensazione e regolamento hanno temporaneamente compromesso la funzionalità di taluni segmenti del mercato a reddito fisso statunitense.

In tale frangente, il funzionamento della quasi totalità dei mercati e la fiducia degli operatori hanno dato prova di notevole resilienza. Le autorità monetarie hanno iniettato liquidità con operazioni di mercato aperto e di sconto, nonché swaps valutari, sostenendo questi interventi con riduzioni dei tassi ufficiali. A una settimana dagli attacchi la maggior parte dei mercati a reddito fisso aveva ripreso a operare, sebbene con capacità ridotte. Verso fine settembre l'attività di emissione sul mercato delle obbligazioni societarie segnava una forte ripresa, e a metà ottobre gli indici azionari erano tornati ai

livelli precedenti gli attentati. Pur attendendosi nell'immediato un rallentamento più drastico dell'economia mondiale, gli investitori continuavano a confidare in una ripresa entro la metà del prossimo anno. Tali aspettative erano sostenute dal sollecito allentamento della politica monetaria in vari paesi e, negli Stati Uniti, dall'impulso aggiuntivo proveniente da una politica fiscale più espansiva.

Questo clima di persistente ottimismo a medio termine non si è esteso alle economie emergenti. Un'accentuata avversione al rischio e i timori circa l'impatto del rallentamento in atto nei paesi industriali hanno determinato un ampliamento dei differenziali di rischio e deflussi di portafoglio da diversi mercati emergenti, anche se non sono mancate le eccezioni. I paesi con disavanzi dei conti correnti hanno risentito della netta decelerazione globale dei flussi di finanziamento intermediati dai mercati bancari e mobiliari internazionali. Sulle aspettative degli investitori hanno pesato anche i problemi di specifici mutuatari, come Argentina e Turchia. Nondimeno, l'effetto di contagio esercitato dai mercati finanziari di questi paesi su altre economie emergenti è parso limitato.

### Gli attacchi terroristici sconvolgono il funzionamento dei mercati

La perdita di vite umane e i danni alle infrastrutture nell'area sud di Manhattan, a seguito degli attacchi dell'11 settembre, hanno causato gravi disfunzioni nel settore finanziario. I mercati azionari USA sono rimasti chiusi per quattro giorni, evento che non si verificava dagli anni trenta; quelli obbligazionari hanno sospeso per due giorni le contrattazioni in via definitiva, allungando il periodo di regolamento alla loro riapertura. Nel mercato interbancario dei federal funds lo spostamento della base operativa di alcuni dealers e i problemi di telecomunicazione hanno ostacolato le procedure di riscontro fra mutuatari e prestatori. In virtù di un accordo informale, il giorno degli attentati tutte le transazioni sui federal funds sono state concluse al tasso obiettivo della Riserva federale anziché a quello di mercato. In Europa alcune istituzioni finanziarie hanno dovuto fronteggiare una temporanea carenza di dollari con cui regolare i loro scambi in valuta e una maggiore domanda precauzionale di liquidità in monete diverse dal dollaro.

I mercati a pronti e pct dei titoli del Tesoro USA sono stati colpiti in modo particolare a causa delle perdite umane e materiali subite da alcuni inter-dealer brokers, dei danni alle linee di comunicazione e dello spostamento di un'importante clearing bank dalla sua base operativa primaria. Nei giorni successivi agli attentati tutti questi problemi hanno impedito il regolamento di operazioni pronti contro termine per miliardi di dollari. Ciò ha provocato un aumento senza precedenti del numero di transazioni "mancate" nei mercati a contante e pct dei titoli del Tesoro, che a sua volta ha gonfiato la domanda di specifiche obbligazioni pubbliche, e in particolare delle notes di più recente emissione. Le disfunzioni nei mercati degli strumenti a breve hanno contribuito a un incremento dell'attività nei corrispondenti mercati derivati, dove gli operatori hanno ricercato canali alternativi per la copertura e l'assunzione di posizioni (cfr. "I mercati degli strumenti derivati", a pag. 32).

Gli attentati sconvolgono diversi mercati finanziari ...

... e in particolare quelli collegati ai titoli del Tesoro USA

La pronta azione delle autorità monetarie e fiscali concorre a ripristinare il funzionamento dei mercati

Le autorità monetarie e fiscali hanno reagito con prontezza. Nei giorni successivi agli attentati la Federal Reserve ha immesso ingente liquidità nel sistema bancario attraverso operazioni pct e di sconto. In una dichiarazione congiunta che ha contribuito ad arginare la “fuga verso la sicurezza”, i Ministri finanziari dei paesi del G7 hanno manifestato il proprio impegno a minimizzare ogni “effetto dirompente sull’economia globale”. Accordi di swap fra la Federal Reserve e diverse banche centrali hanno attenuato i timori di una scarsità di dollari a disposizione delle istituzioni finanziarie estere.

L’azione ufficiale, il ripristino delle linee di comunicazione e la cooperazione fra gli operatori hanno consentito alla maggior parte dei mercati di tornare a una situazione di quasi normalità entro una settimana dagli attentati. La volatilità infragiornaliera dei tassi sui federal funds è rimasta eccezionalmente elevata fino a ottobre inoltrato, ma l’apporto di liquidità da parte della Federal Reserve ha fatto sì che il tasso effettivo non sia mai salito molto al di sopra di quello fissato come obiettivo.

L’ultimo a tornare alla normalità è stato il mercato pct, dove il numero di operazioni non andate a buon fine – salito fortemente nelle settimane successive agli attacchi – ha continuato a essere elevato anche in ottobre. Ciò ha provocato problemi nell’offerta di collaterale, poiché i prestatori dei titoli si sono ritirati dal mercato. Per porre rimedio alla situazione la Fed ha prontamente sospeso talune restrizioni previste nel suo programma di prestito, cedendo titoli la cui offerta era scarsa in cambio di altri più facilmente disponibili. Fra il giorno degli attentati e la fine di settembre essa ha immesso sul mercato titoli pubblici per nominali \$70 miliardi. Il 4 ottobre il Tesoro USA ha fornito un ulteriore sostegno all’offerta di titoli di Stato con un’emissione decennale per \$6 miliardi, effettuata mediante la riapertura non programmata di un’asta precedente. A metà ottobre il numero di operazioni mancate era sceso a livelli accettabili.

## Rapido recupero di fiducia sui mercati azionari

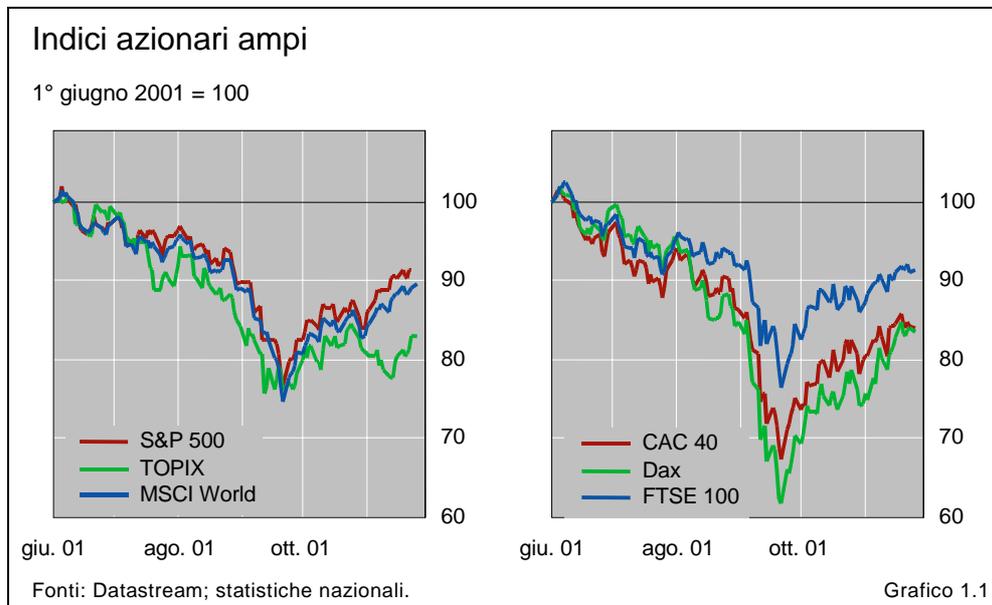
I ribassi provocati dai deludenti dati economici ancor prima dell’11 settembre ...

Anche prima dell’11 settembre le notizie sull’economia mondiale non erano buone. Per gran parte dell’estate sui mercati azionari si erano riversati dati macroeconomici deludenti e sfavorevoli proiezioni sugli utili. Il 30 agosto gli annunci sui profitti di Sun Microsystems e Corning avevano spinto il Dow Jones sotto i 10 000 punti per la prima volta da aprile. Il 7 settembre il rapporto USA sull’occupazione non agricola aveva rilevato una perdita di 113 000 posti di lavoro, più del doppio di quanto previsto. Il clima di mercato si era ulteriormente oscurato anche in Europa, dove i dati sulla produzione industriale segnalavano per la Germania una flessione dell’1,5% in luglio, ben oltre le previsioni degli operatori. Tra la fine di maggio e il 10 settembre S&P 500 risultava calato del 17%, TOPIX del 24%, FTSE 100 del 16% e Dax del 26%. La maggior parte dei mercati era scesa ai livelli più bassi dalla crisi del 1998.

... si accentuano dopo gli attacchi

Lo shock degli attentati ha finito con l’aggravare le condizioni di incertezza. La prima reazione dei prezzi azionari agli eventi dell’11 settembre si è avuta al di fuori degli Stati Uniti. Nei mercati europei, dove erano in corso

le contrattazioni pomeridiane, gli indici hanno immediatamente cominciato a perdere quota (grafico 1.1), e alla loro riapertura, il giorno successivo, anche i mercati asiatici hanno accusato ribassi. Nel corso della settimana FTSE 100, Dax e TOPIX avevano lasciato sul terreno il 5,5, l'11,9 e il 2,3% rispettivamente, anticipando in parte un'ampia caduta delle quotazioni a New York.



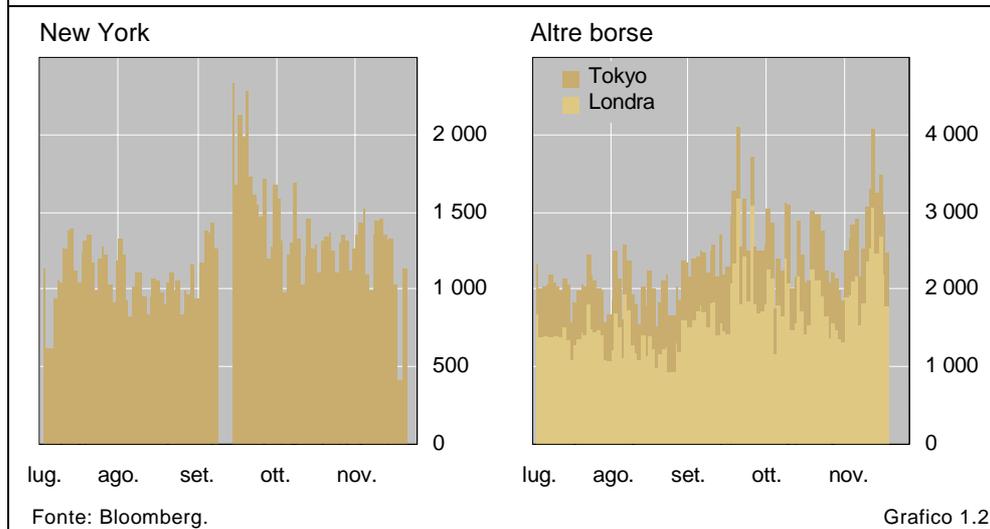
Quando i mercati azionari USA hanno riaperto le contrattazioni il lunedì successivo agli attacchi, l'indice S&P 500 ha perso il 4,9% nel corso di quella stessa giornata e l'11,6% durante la settimana. Il calo cumulativo per MSCI World Index tra il 10 e il 21 settembre è stato del 12%, equivalente a una perdita di \$3 trilioni nella capitalizzazione complessiva di mercato. Nondimeno, l'entità di queste flessioni risulta proporzionalmente inferiore a quella del 19 ottobre 1987, quando il mercato USA perse oltre il 20%. Invero, le piazze asiatiche ed europee hanno rapidamente recuperato parte delle loro perdite quando gli investitori di quei mercati si sono resi conto che il calo negli Stati Uniti era stato minore di quanto temuto.

Alla riapertura dei mercati USA le pressioni in vendita accumulate durante i quattro giorni di chiusura hanno originato volumi record di scambi, senza peraltro superare la capacità di assorbimento delle borse. In particolare, il giorno della riapertura il New York Stock Exchange ha registrato un turnover senza precedenti di 2,2 miliardi di azioni, circa due volte e mezzo i volumi normali. L'attività ha cominciato a rallentare nei giorni seguenti, ma ancora a fine settembre gli scambi superavano la media annua di almeno il 25% (grafico 1.2). L'ondata di negoziazioni alla borsa di New York si è apparentemente propagata ai mercati europei, benché questi fossero rimasti aperti durante la settimana degli attentati.

I mercati riescono a gestire ingenti volumi di scambi ...

## Volume giornaliero delle contrattazioni in determinate borse

in milioni di azioni



La brusca discesa dei corsi a metà settembre è riconducibile in ampia misura all'incertezza circa le implicazioni degli attacchi per l'economia mondiale. Nonostante questa incertezza generale, gli investitori hanno cercato di individuare le società i cui profitti sarebbero stati più direttamente colpiti. I titoli dei settori aeronautico e turistico hanno subito le ricadute peggiori. Anche le azioni assicurative sono calate, per poi recuperare quando era divenuto chiaro che l'onere dei danni provocati dagli attentati sarebbe stato ampiamente ripartito su tutto il settore e che la domanda di servizi assicurativi era destinata a crescere. Le industrie collegate alla difesa hanno invece segnato forti rialzi.

L'azione intrapresa da vari organismi ufficiali e investitori privati è servita a impedire che si innescasse una spirale al ribasso dei corsi. La Federal Reserve ha ridotto il tasso ufficiale di 50 punti base la mattina del 17 settembre, poco prima della riapertura dei mercati di New York; la BCE e altre banche centrali hanno seguito a ruota. In quello stesso giorno e nel resto della settimana, diversi investitori istituzionali si sono volontariamente astenuti dalle vendite, mentre gli analisti hanno rinunciato a pubblicare declassamenti nelle loro valutazioni di mercato. Le società hanno approfittato di un allentamento dei vincoli regolamentari per riscattare azioni proprie. I fondi azionari USA hanno preferito fronteggiare il livello record di rimborsi netti attingendo ai loro saldi liquidi anziché smobilizzare i loro portafogli azionari. Le autorità di vigilanza bancaria e assicurativa hanno applicato temporaneamente un'interpretazione meno restrittiva di talune regole, ad esempio nei casi in cui le istituzioni avessero dovuto cedere un ingente ammontare di attività per mantenere i livelli patrimoniali richiesti.

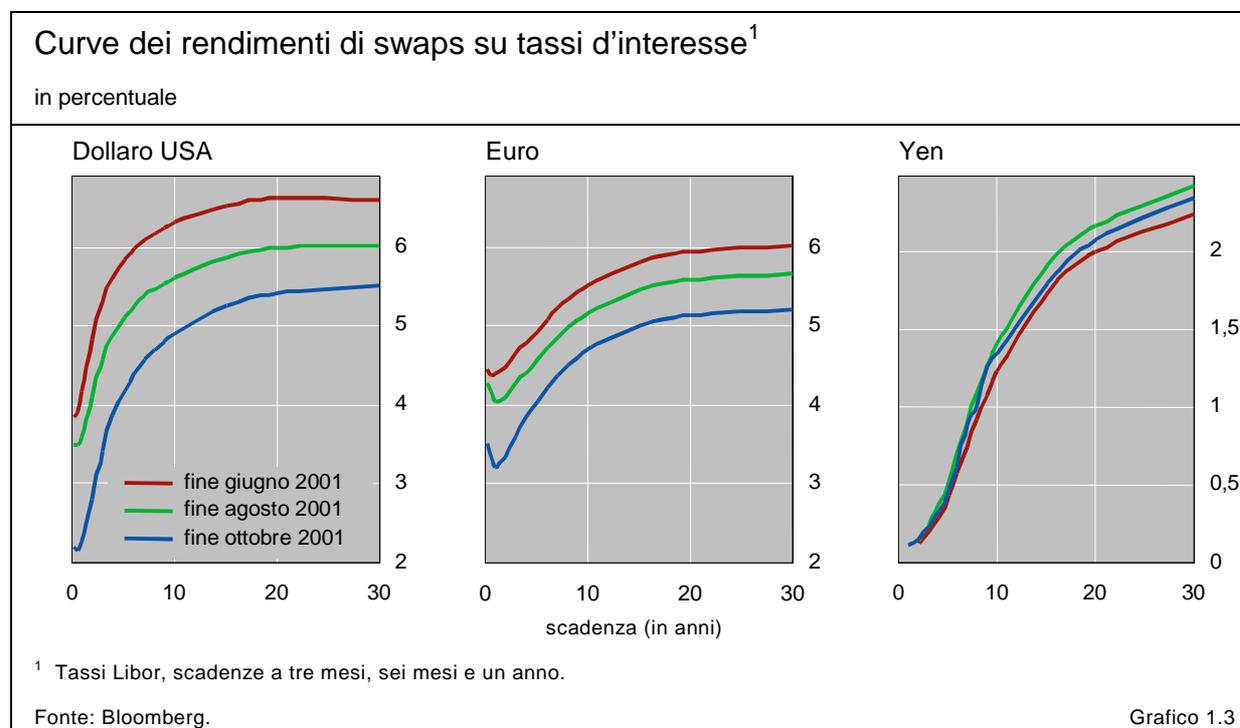
La ripresa del mercato globale è iniziata nell'ultima settimana di settembre. I rialzi sono stati innescati in parte da "strateghi" di mercato che raccomandavano un ritorno agli investimenti azionari e in parte dalle espressioni di sostegno di una coalizione eccezionalmente ampia di paesi alle

... e recuperano  
infine buona parte  
delle perdite

iniziative antiterrorismo guidate dagli Stati Uniti. È sembrata farsi strada la convinzione che una politica monetaria meno restrittiva e una decisa espansione della spesa pubblica sarebbero stati infine efficaci nello stimolare l'economia globale. In un tale contesto, le notizie connesse con gli sviluppi politici e militari hanno spesso prevalso sui dati macroeconomici. A metà ottobre i mercati azionari avevano recuperato quasi tutte le perdite subite dal giorno degli attentati, nonostante i cali inaspettatamente forti dell'occupazione, della fiducia dei consumatori e della produzione industriale registrati in diversi paesi. Le borse hanno segnato ulteriori rialzi in novembre, allorché sono stati diffusi dati economici più favorevoli e gli sforzi militari in Afghanistan hanno cominciato a dare i primi risultati.

### Le aspettative di una pronta ripresa accentuano l'inclinazione delle curve dei rendimenti

All'indomani dell'11 settembre le curve dei rendimenti hanno assunto un'inclinazione più ripida in tutte e tre le principali aree valutarie, proseguendo la tendenza iniziata durante l'estate (grafico 1.3). Per quanto riguarda gli Stati Uniti e l'area dell'euro, ciò è riconducibile a riduzioni dei tassi a breve miranti a stimolare l'economia. In Giappone i tassi a breve sono rimasti in prossimità dello zero, mentre i rendimenti a più lunga scadenza sono aumentati leggermente di riflesso alla politica fiscale espansiva.



L'accentuazione della curva dei rendimenti USA rispecchia i minori tassi ufficiali a breve ...

Tra fine giugno e fine ottobre i tassi swap in dollari USA sono diminuiti di circa 110 punti base nel segmento a lunga e di 170 punti in quello a breve. In risposta al rapido deterioramento delle prospettive di crescita e all'assenza di pressioni inflazionistiche, la Fed aveva ridotto di 25 punti base il tasso obiettivo sui federal funds per due volte consecutive, il 27 giugno e il 21 agosto. All'indomani degli attentati, tre ulteriori tagli di 50 punti ciascuno si sono susseguiti il 17 settembre, il 2 ottobre e il 6 novembre. Gli scambi nel mercato dei titoli del Tesoro si sono concentrati sulle notes biennali, la scadenza generalmente impiegata per assumere posizioni in vista di future manovre della Fed. Dal profilo dei rendimenti biennali emergeva che dopo la manovra ufficiale del 6 novembre i mercati non si attendevano ulteriori tagli, bensì tassi stabili o in ascesa.

... e i più ristretti differenziali di swap anticipano un aumento nell'offerta di titoli del Tesoro

La prospettiva di un'accresciuta offerta di titoli pubblici ha impedito che i tagli dei tassi a breve fossero interamente incorporati nel segmento a lunga della curva dei rendimenti. I mercati hanno anticipato un ritorno a saldi negativi di bilancio, derivanti in parte dalle inevitabili ricadute della recessione e in parte dal programma di risoluto allentamento della politica fiscale. La prospettata espansione nell'offerta di titoli di Stato ha indotto gli investitori a richiedere un rendimento relativamente più elevato. Di conseguenza, il differenziale di swap sulle obbligazioni decennali è sceso da 80-90 punti prima dell'11 settembre a 70 punti. La forte inclinazione della curva segnalava inoltre il persistere delle aspettative di un'eventuale ripresa "a V", anche se erano in crescita le previsioni di un significativo rallentamento economico e di un avvio meno ravvicinato della fase di recupero. Alla fine di ottobre la curva a termine dei tassi a breve scontava attese di un'inversione di tendenza dei rendimenti nel secondo trimestre 2002, implicando che gli investitori si attendevano per quel periodo la comparsa di segnali di ripresa. Il 30 ottobre l'annuncio che il Tesoro USA avrebbe sospeso l'emissione dell'obbligazione trentennale ha innalzato il "premio di scarsità" su questa emissione, attenuando in parte l'inclinazione della curva, senza tuttavia alterarne il profilo complessivo.

I tassi a breve calano anche nell'area dell'euro ...

Anche nell'area dell'euro si è osservata un'analoga combinazione di tassi complessivamente calanti e di un'accentuazione della curva dei rendimenti. La BCE ha ridotto il tasso ufficiale di 25 punti base il 30 agosto, di 50 punti il 17 settembre e di ulteriori 50 punti l'8 novembre. In presenza di annunci macroeconomici che continuavano sostanzialmente a configurare un quadro di produzione decrescente, disoccupazione in aumento e inerzia dell'inflazione, in settembre e ottobre le curve a termine incorporavano aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi nei mesi successivi. Dopo il taglio apportato dalla BCE in novembre, queste aspettative si sono esaurite. Analogamente ai loro omologhi d'oltreoceano, gli investitori europei hanno continuato a puntare su una ripresa della crescita nel corso del 2002; a differenza degli Stati Uniti, tuttavia, in Europa gli effetti di offerta non sono parsi esercitare un grande influsso sull'evoluzione della curva nel segmento a più lungo termine.

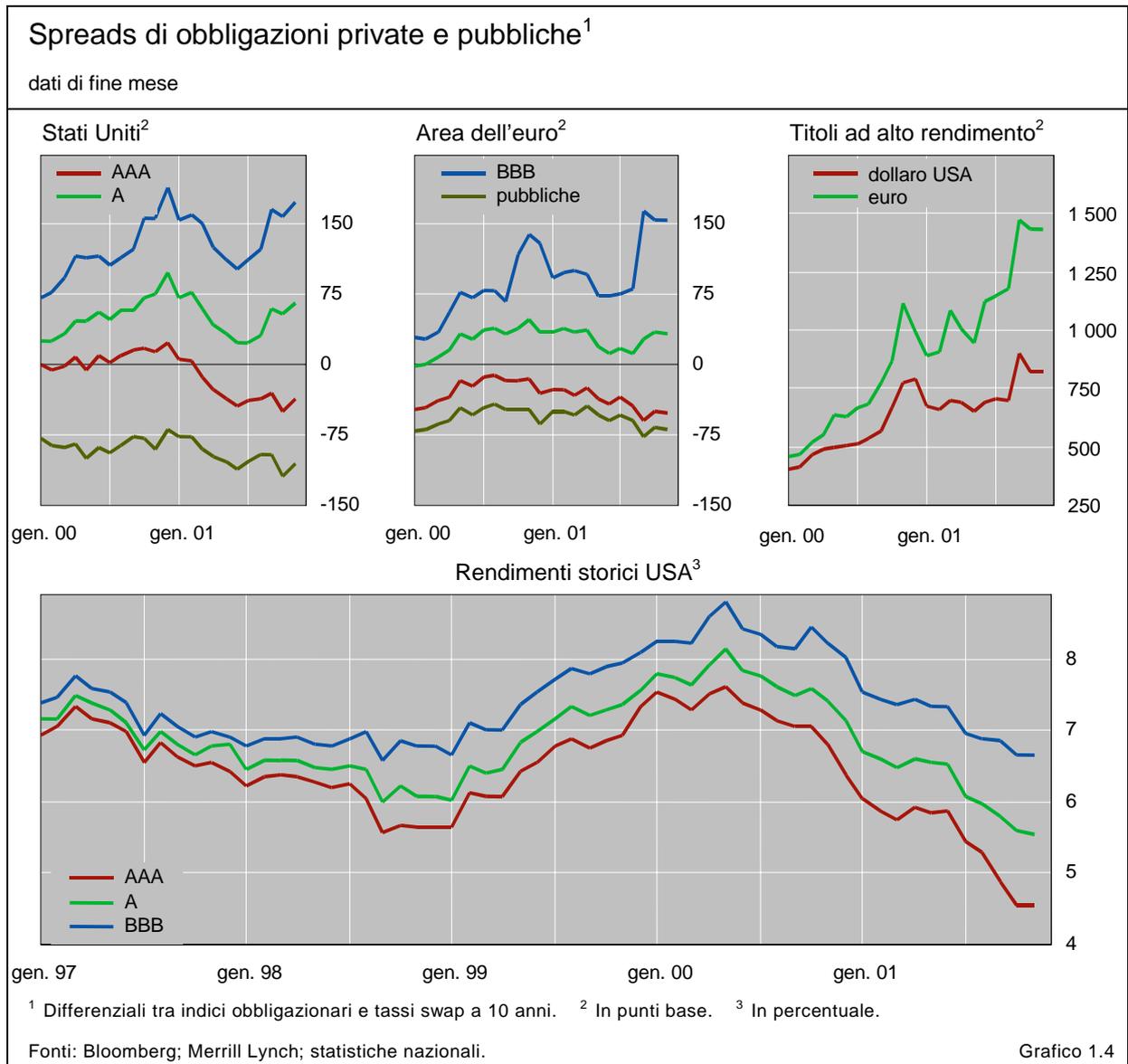
Nel caso del Giappone, i tassi a lunga si sono mossi leggermente verso l'alto, mentre quelli a breve sono rimasti su livelli molto bassi. Tale dinamica ha rispecchiato il susseguirsi di dati negativi sull'economia e le conseguenti attese del protrarsi di una politica fiscale espansiva. I mercati si aspettavano ben pochi cambiamenti nelle condizioni economiche a breve e medio termine, data la probabile flessione nella domanda di esportazioni giapponesi e i lenti progressi nel programma di ristrutturazione del sistema bancario varato dal governo.

... mentre le curve dei rendimenti in Giappone restano sostanzialmente invariate

### In aumento gli spreads creditizi ma le emissioni di titoli societari riprendono quota

Invertendo una tendenza in atto da gennaio, gli spreads fra i rendimenti delle obbligazioni societarie a più basso rating e i tassi swap si sono ampliati costantemente durante il terzo trimestre (grafico 1.4, riquadri superiori), di

Aumentano gli spreads creditizi nel terzo trimestre ...



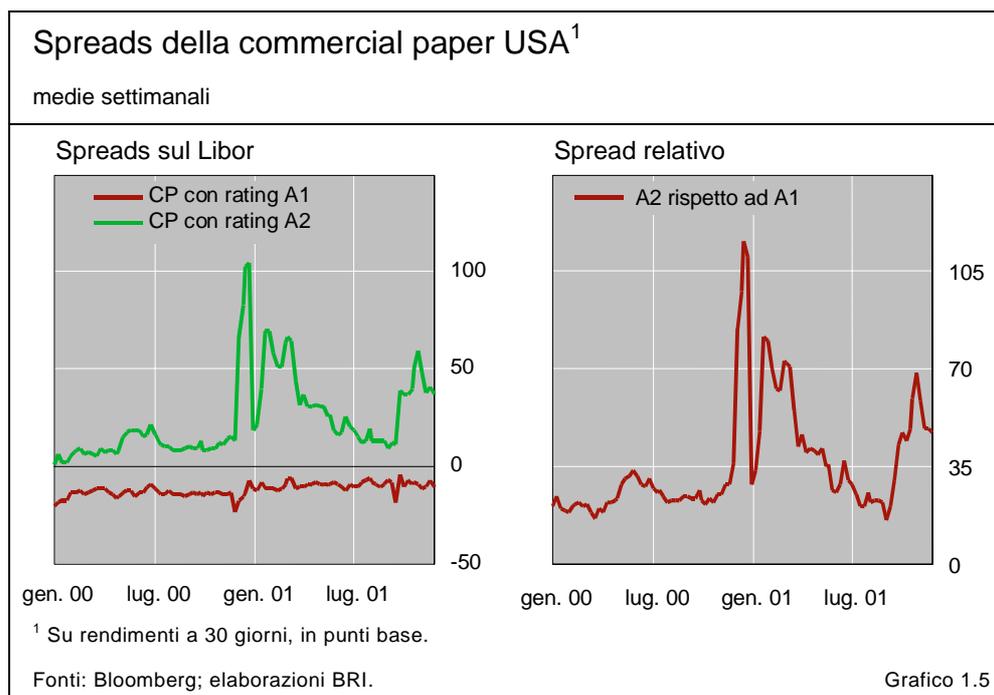
riflesso al peggioramento dei dati economici negli Stati Uniti e in Europa, nonché all'incremento dei tassi di insolvenza a livelli che non si osservavano da almeno dieci anni. Gli spreads sui titoli di qualità bancaria sono rimasti generalmente inferiori ai massimi del dicembre scorso, mentre quelli della categoria speculativa hanno registrato un netto aumento rispetto ai livelli degli ultimi mesi del 2000, soprattutto in Europa. L'ampliarsi del differenziale fra titoli di qualità bancaria e tassi swap è per lo più riconducibile a un calo di questi ultimi, poiché i rendimenti sulle obbligazioni societarie hanno avuto tendenza a rimanere stabili o a diminuire (grafico 1.4, riquadro inferiore).

... specie dopo  
l'11 settembre ...

Nei giorni successivi all'11 settembre gli spreads creditizi a lungo termine hanno continuato il loro trend ascendente. I differenziali fra titoli societari a dieci anni con tripla B e swaps si sono ampliati di 8 punti base alla riapertura dei mercati e di 37 punti complessivi entro la fine di settembre. Alcuni osservatori temevano che le compagnie assicuratrici avrebbero ceduto subito grandi quantità di obbligazioni societarie per finanziare il rimborso dei danni provocati dalla catastrofe, ma ciò non è accaduto. Analogamente al mercato azionario, le obbligazioni di settori vulnerabili come quello aeronautico sono state colpite in modo particolare, rischiando anche un abbassamento del rating. Gli spreads creditizi sulla commercial paper (CP), che dopo le ampie oscillazioni degli inizi dell'anno erano scesi costantemente, hanno subito bruschi rialzi in seguito agli attentati, per poi rimanere alti e volatili durante tutto il mese di ottobre a seguito dei declassamenti di diversi importanti emittenti (grafico 1.5).

... ma non nella  
misura in cui  
avrebbe fatto  
supporre il calo  
degli indici azionari

L'ampliamento degli spreads creditizi seguito all'11 settembre appare contenuto se rapportato a quello implicito nel crollo dei prezzi azionari. Del pari, i differenziali non sono diminuiti in misura apprezzabile quando i corsi azionari hanno cominciato a salire da fine settembre in poi. A metà ottobre i



mercati parevano propensi a ritenere che, sebbene le conseguenze economiche degli attacchi avessero accentuato la già elevata rischiosità del credito societario, le azioni avrebbero pur sempre offerto l'opportunità di beneficiare di rialzi in una fase di ripresa. In altri termini, sembra che gli investitori non abbiano ridotto in misura apprezzabile le loro valutazioni complessive degli attivi societari, ma potrebbero aver incorporato nel prezzo un maggior grado di incertezza riguardo alle valutazioni stesse. In alcuni casi, e in particolare per le società ad alta leva finanziaria, ciò si è tradotto in valori di mercato relativamente più bassi per le obbligazioni (che sono in effetti posizioni corte sulla volatilità) e più elevati per i titoli azionari (che implicano una maggiore volatilità)<sup>1</sup>.

Ancor prima dell'11 settembre il rallentamento dell'economia globale aveva contribuito a un netto calo complessivo delle emissioni lorde e nette di titoli di debito. A differenza di quanto avvenuto nell'ultimo periodo del 2000 e agli inizi del 2001, quando i mutuatari avevano differenziato le loro fonti di finanziamento a seconda delle condizioni di mercato, la contrazione del terzo trimestre ha interessato in pratica tutte le categorie di flussi creditizi. Sul mercato obbligazionario internazionale le emissioni nette si sono ridotte di quasi il 40%, principalmente a causa della minore attività del settore privato finanziario e non finanziario (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito", a pag. 24). Le consistenze in essere di strumenti del mercato monetario internazionale sono diminuite di \$46 miliardi nel corso del trimestre, e flessioni analoghe hanno interessato le emissioni a breve di diversi mercati interni. Anche sul mercato internazionale dei prestiti consorziali la raccolta lorda è scesa notevolmente (cfr. "Mercato internazionale dei prestiti consorziali: spostamento a favore di mutuatari a più alto rating", a pag. 23).

Nonostante le incerte condizioni instauratesi dopo gli attacchi, i prenditori con rating elevato hanno generalmente mantenuto il loro accesso ai mercati degli strumenti debitori. Il 25 settembre un'emissione di Bristol-Myers Squibb (rating AAA) per \$5 miliardi ha segnalato il ritorno degli emittenti societari di qualità bancaria a livelli di attività quasi normali sui mercati internazionali. In ottobre i volumi di emissione sono stati molto sostenuti, anche se ciò è in parte riconducibile all'esecuzione di collocamenti rinviati in precedenza. Gli investitori hanno continuato a mostrare grande interesse per i titoli di qualità bancaria, in considerazione della debolezza dei mercati azionari e dei bassi rendimenti ottenibili su titoli pubblici e strumenti a breve. I mutuatari con minore merito creditizio hanno tuttavia dovuto far fronte non solo a spreads più ampi, ma anche a ridotte opportunità di emissione. Il mercato interno dei titoli societari giapponesi è stato scosso dall'insolvenza, il 14 settembre, di Mycal Corp., un grande operatore al dettaglio classificato da agenzie locali di rating fra gli emittenti di qualità bancaria.

Quasi tutte le categorie di finanziamenti registrano flessioni nel terzo trimestre ...

... ma i mutuatari di qualità bancaria mantengono l'accesso ai mercati

---

<sup>1</sup> Per un approfondimento della teoria dell'opzione applicata alla valutazione dei titoli di capitale e di debito, cfr. B. Cohen, "Spreads creditizi e volatilità dei mercati azionari", nell'edizione del novembre 2000 della *Rassegna trimestrale BRI*.

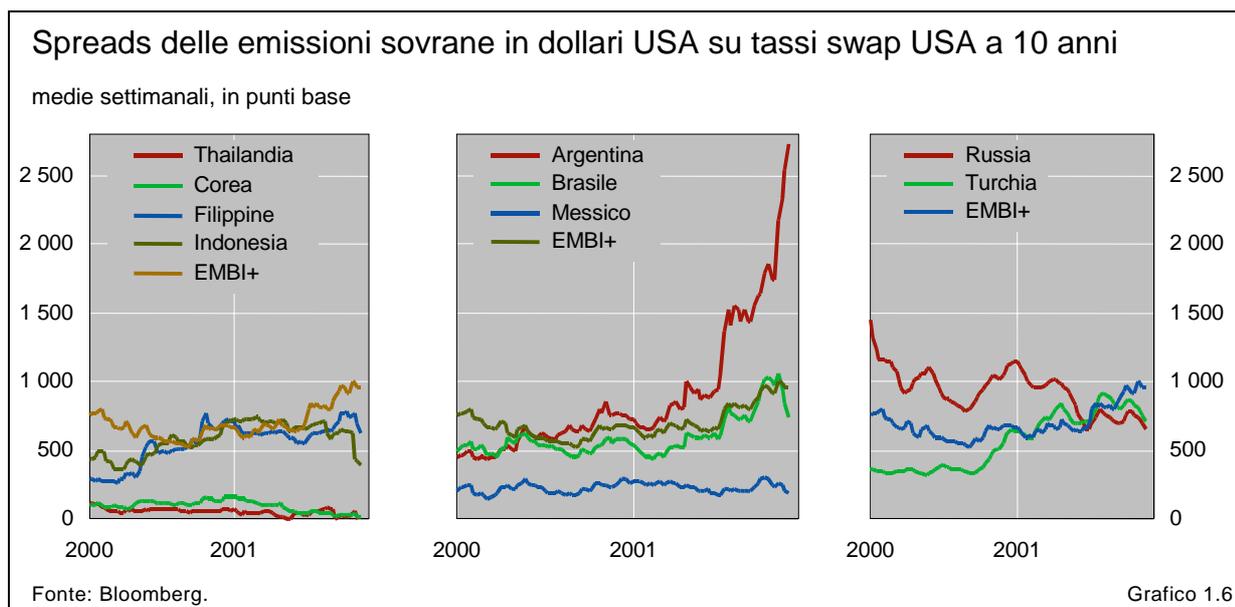
## Una crescente avversione al rischio investe i mercati emergenti

Ribassi azionari, aumento degli spreads e ridotti flussi di finanziamento nella maggior parte delle economie emergenti ...

Le sempre più diffuse aspettative di un significativo rallentamento della crescita economica nel mondo industriale e l'aumentata avversione al rischio degli investitori internazionali hanno determinato una caduta dei prezzi azionari e più elevati premi al rischio nelle economie emergenti (grafico 1.6). Nel terzo trimestre le emissioni di titoli di debito sono calate e anche il credito bancario verso quest'area ha dato segni di decelerazione (grafico 1.7). Contrariamente ai precedenti episodi di turbolenza del 1997-98 nelle economie emergenti, i margini per un'espansione delle esportazioni che potesse compensare i minori afflussi di capitale parevano limitati. Alcuni prenditori, come il Messico e le principali economie dell'Est europeo, hanno continuato a beneficiare di spreads di rendimento relativamente bassi e di una stabilità delle valute, sebbene sia ancora da verificare la loro capacità di accesso ai mercati dei capitali dopo gli eventi dell'11 settembre. A differenza dei paesi industriali, nell'area emergente i prezzi azionari non si sono ancora ripresi interamente dai minimi di fine settembre.

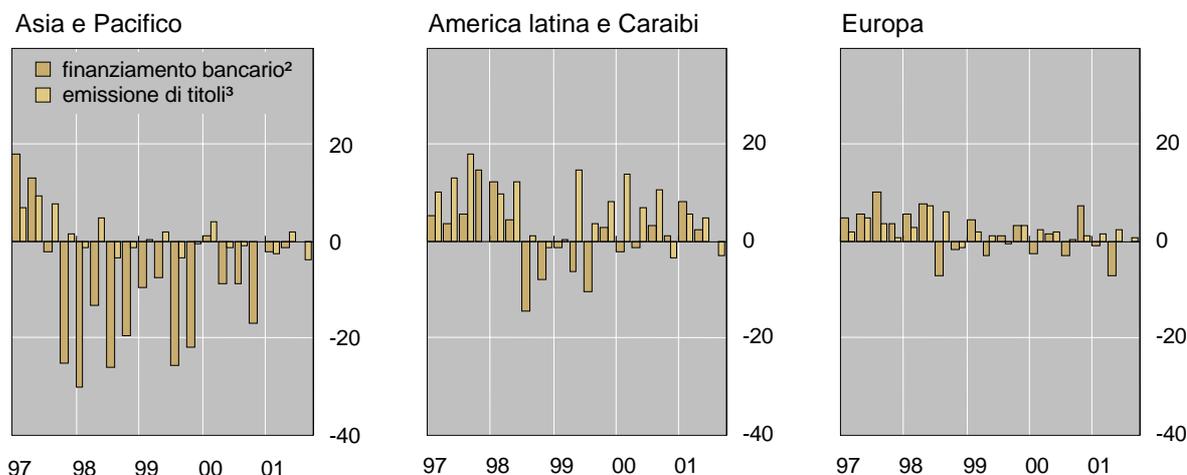
... mentre l'attenzione è concentrata sui problemi di Argentina e Turchia ...

Argentina e Turchia sono state nuovamente al centro dell'attenzione. Ai primi di settembre il FMI ha aumentato di \$8 miliardi il suo piano di finanziamento a favore dell'Argentina, portandolo a circa \$22 miliardi, di cui \$3 miliardi destinati al sostegno di una ristrutturazione volontaria del debito argentino. I problemi di questo paese hanno influito a loro volta sull'atteggiamento degli investitori nei confronti del Brasile, dove un significativo rallentamento della crescita, unitamente alla crisi energetica, ha concorso a un deprezzamento del real fra gli inizi dell'anno e la fine di ottobre. La Turchia ha continuato a misurarsi con la debolezza del sistema bancario interno, cui si è aggiunta la probabilità di un calo sostanziale del PIL reale nel 2001.



## Finanziamento internazionale bancario e mobiliare nelle economie emergenti<sup>1</sup>

in miliardi di dollari USA



<sup>1</sup> Cfr. la tabella 7A dell'Allegato statistico per l'elenco dei paesi compresi in ciascuna area geografica. <sup>2</sup> Variazioni nelle attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI al netto degli effetti di cambio. Non sono ancora disponibili i dati sul finanziamento bancario per il terzo trimestre 2001. <sup>3</sup> Emissioni internazionali nette di strumenti del mercato monetario, obbligazioni e notes.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; statistiche nazionali; statistiche bancarie su base locale della BRI. Grafico 1.7

Il 1° novembre il governo argentino ha annunciato un piano di ristrutturazione del proprio debito mediante uno scambio di prestiti, pagando una cedola del 7% su obbligazioni e altri strumenti remunerati al 10% e più (ma con un rendimento implicito alla scadenza ben superiore, se si considera il premio di insolvenza incorporato nelle obbligazioni argentine). Una prima fase dello scambio, chiusasi il 30 novembre, era rivolta agli investitori locali, che hanno generalmente accettato le condizioni offerte. È prevista una seconda fase per gli investitori internazionali. Alcuni di essi avevano equiparato l'annuncio iniziale dello scambio a un'inadempienza di fatto, e il prezzo dell'obbligazione benchmark a tasso variabile era sceso del 6,3% il 1° novembre. Poiché la situazione debitoria dell'Argentina era diffusamente considerata insostenibile già da un certo tempo, tale reazione non sembra essere stata frutto di una fondamentale riconsiderazione dell'affidabilità creditizia del paese. Piuttosto, il calo di prezzo potrebbe indicare che gli investitori avevano sperato in uno schema di ristrutturazione basato su una maggiore assistenza da parte delle istituzioni multilaterali.

Questi problemi non si sono propagati ad altri mercati emergenti, se non in misura limitata. Gli investitori avevano impiegato diversi mesi per riportare ai livelli desiderati le loro esposizioni verso quest'area, lasciando il rischio nelle mani di quanti erano maggiormente disposti ad aspettare la fine del previsto periodo di turbolenza. Le banche avevano già cominciato a ridimensionare le proprie posizioni nei confronti di Turchia e Argentina nel primo semestre 2001, ricorrendo talvolta a strumenti di attenuazione del rischio, come le garanzie reali e personali (cfr. "Il mercato bancario internazionale", a pag. 14). In seguito alla liquidazione di queste posizioni, i differenziali sul debito dei paesi

... sebbene il contagio ad altri mercati emergenti sia contenuto

considerati a rischio, e su quello argentino in particolare, si erano già ampliati nettamente in luglio. Poiché gli afflussi di portafoglio erano rimasti inferiori ai livelli del 1996-97, il numero, e l'influenza degli investitori globali esposti nei confronti di un'ampia gamma di mercati emergenti erano relativamente modesti. Inoltre, l'adozione in molti paesi di un regime di cambio più flessibile ha consentito loro di adeguarsi allo shock esterno causato dal rallentamento globale senza accumulare disavanzi correnti insostenibili.

Di conseguenza, è parso improbabile che un ulteriore deterioramento nelle prospettive di specifici paesi potesse condurre a una generale corsa a "opzioni di disimpegno", come avvenuto in crisi precedenti. Al contrario, l'atteggiamento nei confronti del Brasile è migliorato notevolmente da metà ottobre, come mostra l'apprezzamento di circa il 10% del real sul dollaro USA fra metà ottobre e fine novembre. Il clima di mercato è divenuto più favorevole anche nei confronti della Turchia, grazie in parte ai progressi compiuti nell'adozione di un nuovo programma di sostegno del FMI.