

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

I mercati finanziari hanno dato prova di notevole tenuta di fronte alle gravi difficoltà emerse nel periodo in esame. Essi hanno dovuto misurarsi con il brusco rallentamento dell'economia mondiale, gli attacchi terroristici negli Stati Uniti dell'11 settembre 2001 e le rivelazioni sul fallimento di Enron. Nonostante questi eventi, le condizioni di mercato sono rimaste ordinate e le disfunzioni operative si sono tutte rivelate di breve durata. Le quotazioni azionarie si sono adeguate con lentezza alla flessione congiunturale. Il netto calo dei prezzi susseguito all'11 settembre si è rapidamente invertito, e verso la fine dell'anno i listini di borsa in tutto il mondo hanno segnato guadagni sulla scia della rinnovata fiducia in una vigorosa ripresa. I mercati dei titoli di debito privati hanno dimostrato una resilienza ancor maggiore; gli spreads creditizi, compresi quelli sui prestiti di paesi emergenti, si sono ridotti nel corso dell'anno, una tendenza interrotta solo temporaneamente dagli eventi di settembre. Da rilevare che i mercati obbligazionari hanno continuato a mostrarsi ricettivi nei confronti delle emissioni di prenditori societari, anche di quelli estromessi dal comparto della carta commerciale.

Accanto ai segni di resilienza, non sono tuttavia mancati motivi di inquietudine. Nonostante la correzione intervenuta al principio del 2000, le valutazioni azionarie sono rimaste elevate rispetto agli utili correnti. Nei primissimi mesi di quest'anno i problemi contabili di Enron e i connessi sviluppi hanno portato gli operatori a dubitare dell'integrità delle informazioni su cui si basano i mercati finanziari. Le implicazioni della vicenda Enron si sono estese al segmento della commercial paper USA, che ha riservato l'accesso esclusivamente ai prenditori di prim'ordine. Anche se gli eventi in Argentina hanno avuto solo un impatto limitato su altre economie emergenti nel 2001 e agli inizi del 2002, le condizioni del finanziamento esterno sono rimaste deboli per molti mutuatari sovrani con più basso merito di credito. Nei mercati dei derivati OTC, infine, la supremazia di un ristretto numero di intermediari ha posto rischi di concentrazione.

Funzionamento dei mercati

Due eventi in particolare spiccano fra quelli che hanno messo a dura prova la tenuta dei mercati nel periodo sotto rassegna: gli attacchi terroristici negli Stati Uniti dell'11 settembre 2001 e il fallimento di Enron in dicembre. Le sedi di contrattazione hanno funzionato sorprendentemente bene all'indomani degli attentati. Nonostante la devastazione dell'area sud di Manhattan – dove sono dislocate molte istituzioni finanziarie, infrastrutture di mercato e linee

Resilienza dei mercati di fronte a gravi shock

di comunicazione – le attività di negoziazione e di finanziamento sono state interrotte solo temporaneamente, e i mercati sono tornati alla normalità in tempi relativamente brevi. Il dissesto di Enron, ancorché meno cruento degli eventi dell'11 settembre, ha pregiudicato in misura forse maggiore la fiducia degli operatori, in quanto ha fatto dubitare della qualità delle informazioni sulle singole società.

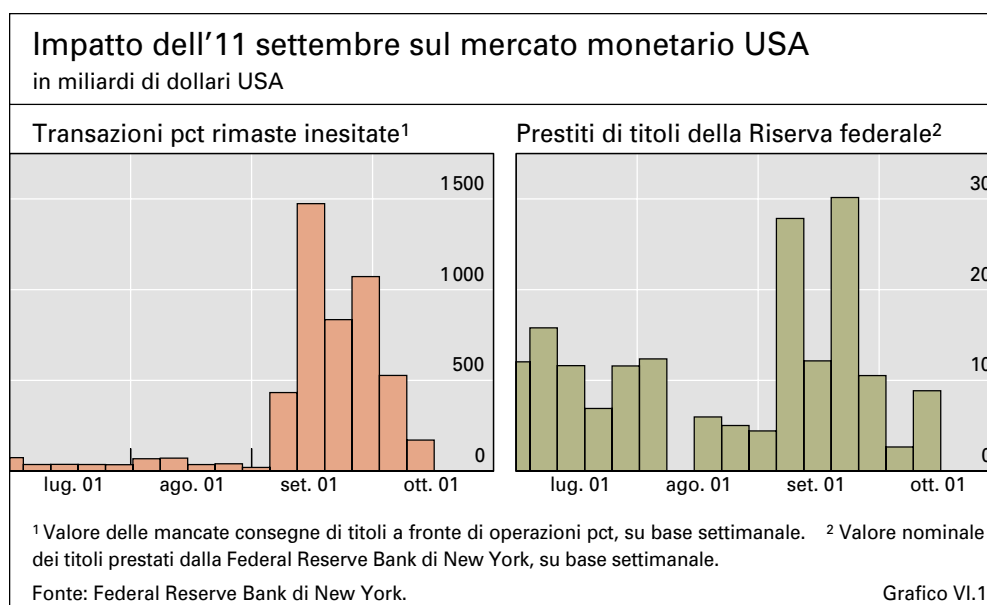
Le disfunzioni susseguite all'11 settembre

Gli attacchi terroristici provocano serie disfunzioni ...

Gli attacchi terroristici dell'11 settembre, nonché le loro conseguenze in termini di vite umane e di danni alle infrastrutture urbane di New York, hanno causato gravi disfunzioni nel settore finanziario statunitense. Il New York Stock Exchange è rimasto chiuso per quattro giornate, circostanza che non si verificava dagli anni trenta. I mercati a pronti e pct dei titoli del Tesoro USA sono stati colpiti in modo particolare a causa delle perdite subite da diversi "inter-dealer brokers", dei guasti 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 nel numero di transazioni inesitate nei mercati a pronti e pct dei titoli del Tesoro (grafico VI.1), che a sua volta ha fatto lievitare la domanda di valori specifici, in particolare delle Treasury notes di più recente emissione.

... ma la risposta di autorità e operatori non si fa attendere

Le autorità e gli operatori hanno reagito con prontezza. La banca centrale statunitense ha immesso ingente liquidità nel sistema bancario e ridotto il tasso obiettivo sui federal funds alla riapertura dei mercati azionari USA il 17 settembre. Per far fronte alle difficoltà del mercato pct, la Riserva federale ha altresì adottato una serie di misure, fra cui l'allentamento dei vincoli previsti per l'accesso al suo schema di prestito in titoli. A fine settembre essa aveva ceduto titoli per \$70 miliardi, accettando in garanzia i valori per cui vi era meno domanda. Altre banche centrali hanno abbassato i tassi ufficiali,

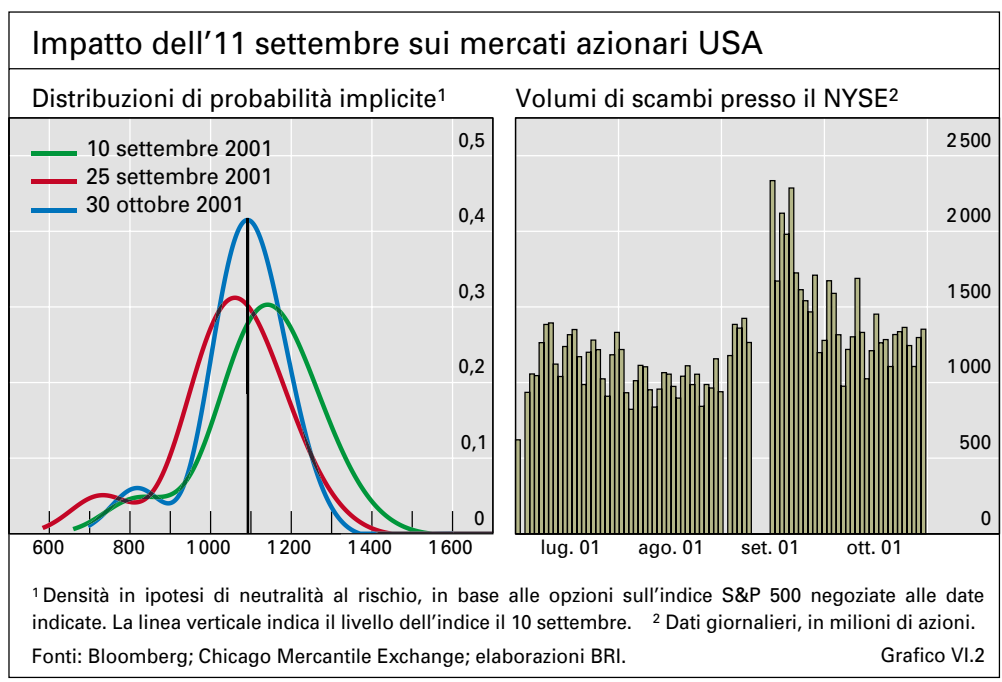


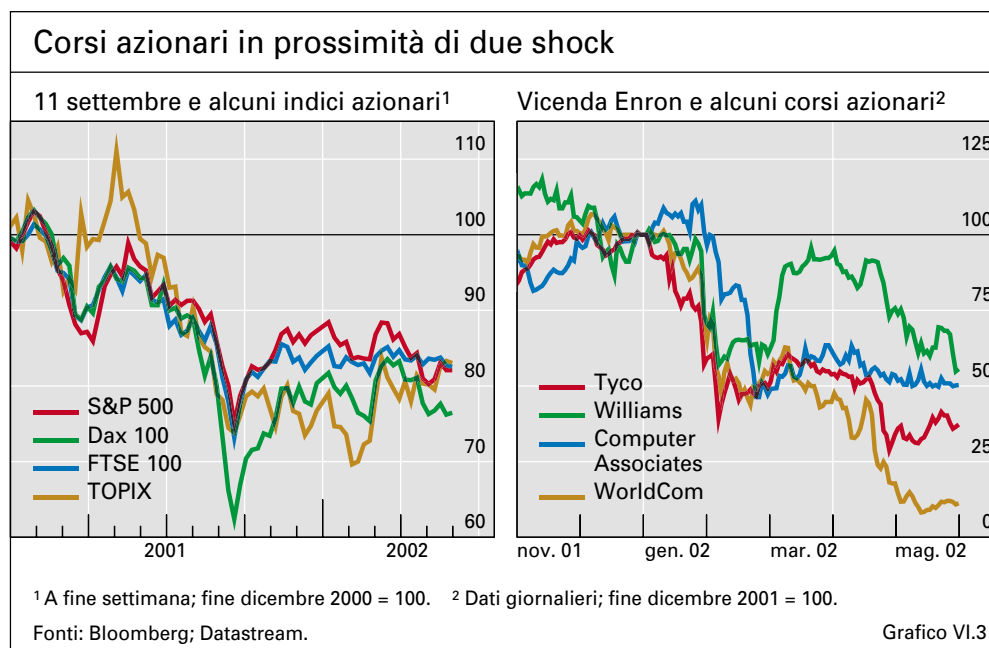
stipulando in alcuni casi accordi di swap con la Riserva federale per attenuare i timori di una scarsità di dollari a disposizione delle istituzioni finanziarie estere. Gli operatori hanno esteso gli orari di regolamento e collaborato in vario modo al fine di favorire la distribuzione della liquidità.

Di grande ausilio per queste iniziative sono stati i piani di emergenza allestiti due anni prima in previsione dei problemi informatici connessi con il passaggio all'anno 2000. Nondimeno, una grave lacuna di tali piani di emergenza è stata la mancanza di verifiche sull'efficienza dei sistemi di comunicazione "backup-to-backup". Alcuni operatori partivano dal presupposto che l'eventuale avaria del proprio sistema non avrebbe coinciso con quella dei sistemi delle controparti; altri non disponevano neppure, presso le proprie installazioni IT secondarie, delle informazioni necessarie per stabilire i contatti "backup-to-backup" con i loro corrispondenti. Per giunta, in molti casi le linee telefoniche che collegavano tali installazioni transitavano per lo stesso centro di smistamento di quelle primarie, ossia presso il World Trade Center. L'interruzione dei collegamenti ha bloccato per diversi giorni le attività di negoziazione e compensazione. Nondimeno, le iniziative assunte dagli operatori – fra cui la condivisione di risorse – e il frenetico lavoro delle aziende di pubblici servizi hanno limitato la portata delle disfunzioni.

Assenza di verifiche fra i sistemi di "backup"

Gli attentati hanno acuito i timori di una drastica correzione al ribasso dei corsi azionari. Già prima dell'11 settembre la distribuzione a breve termine dei rendimenti di borsa implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari mostrava una certa asimmetria delle aspettative nel senso di un forte calo delle quotazioni (grafico VI.2). La probabilità attesa di un siffatto calo è aumentata marcatamente subito dopo gli attacchi e si è protratta fino agli inizi di ottobre. Dopo che i corsi azionari sono tornati a salire, la varianza della distribuzione è diminuita, a indicazione di un minor grado complessivo di incertezza, anche se i prezzi delle opzioni implicavano ancora una certa asimmetria verso un sensibile ribasso dei listini.





Alla riapertura dei mercati azionari USA, le pressioni in vendita accumulate durante i giorni di chiusura si sono tradotte in volumi record di scambi (grafico VI.2), i quali non hanno peraltro sopraffatto la capacità di assorbimento delle borse. Quasi tutti gli altri mercati erano pressoché tornati alla normalità a distanza di una settimana dagli attacchi. La volatilità infragiornaliera del tasso sui federal funds si è mantenuta su livelli eccezionalmente elevati fino a ottobre, benché il tasso effettivo non sia mai salito molto al di sopra del valore obiettivo. L'ultimo a tornare alla normalità è stato il mercato pct, dove le transazioni non andate a buon fine sono rimaste numerose fino al mese di ottobre; in realtà, esse erano cresciute nelle settimane immediatamente successive agli attentati a causa della carenza di titoli "on-the-run", che vengono impiegati come collaterale. La situazione ha cominciato a migliorare il 4 ottobre, allorché il Tesoro USA ha collocato un'ulteriore tranche dell'emissione decennale corrente mediante un'asta straordinaria. A metà ottobre la quota di operazioni non perfezionate nel mercato pct era scesa a livelli contenuti.

Le implicazioni della vicenda Enron

Nel dicembre 2001 la Enron Corporation, uno dei più grandi operatori nel mercato dell'energia, ha richiesto l'ammissione alla procedura fallimentare. Secondo la maggioranza degli osservatori, l'impatto immediato del dissesto del colosso energetico sulla stabilità e la liquidità dei mercati in cui aveva operato è stato insignificante rispetto a quello dell'11 settembre. Le contrattazioni si sono prontamente spostate sulle società concorrenti. Molte imprese hanno segnalato perdite sulle loro esposizioni nei confronti di Enron. Tuttavia, grazie soprattutto ai miglioramenti nella gestione del rischio di controparte in questi ultimi anni e allo sviluppo dei mercati dei derivati creditizi, tali perdite sono state gestibili e non hanno minacciato la solvibilità di altre aziende. Anzi, l'impiego di notes collegate al merito di credito e altri derivati creditizi, che ha

Il mercato pct è l'ultimo a tornare alla normalità

Il fallimento di Enron non riesce a destabilizzare i mercati dell'energia

permesso un'efficace copertura delle esposizioni verso la società fallita, nonché l'ordinato regolamento della maggior parte di questi contratti hanno di fatto rafforzato l'interesse degli operatori per tali strumenti.

Un aspetto singolare delle circostanze alla base del collasso di Enron è che tutte le diverse componenti del governo d'impresa sono sembrate palesare nello stesso momento la loro inadeguatezza. Consiglio di amministrazione, revisori esterni, analisti di mercato, agenzie di rating, creditori e investitori, nessuno di loro è stato in grado di valutare criticamente il modo in cui la direzione di Enron fosse riuscita a conseguire una progressione dei profitti manifestamente fuori dell'ordinario. Nella fattispecie, ben pochi si sono interrogati circa la natura delle numerose transazioni fuori bilancio, dietro le quali si nascondevano perdite operative in continua ascesa.

Il contestuale insuccesso delle varie componenti del governo societario evidenzia un importante fattore comune: la tendenza dei conflitti d'interesse nel processo informativo a intensificarsi allorché una singola impresa o il mercato nel suo insieme mostrano risultati eccellenti. I moderni mercati hanno elaborato meccanismi di controllo per salvaguardare l'integrità di tale processo (si veda la sezione conclusiva di questo capitolo); nel caso di Enron, questi meccanismi non hanno funzionato. È significativo il fatto che la reazione del mercato azionario al fallimento della società ai primi di dicembre sia stata di gran lunga meno grave di quella di fine gennaio alle notizie sulla distruzione di documenti da parte dei revisori o, ancora, dei primi di febbraio allorché sono state rese note le modalità con cui Enron si avvaleva di partecipazioni incrociate e "special purpose vehicles" per gonfiare i profitti e dissimulare le perdite. Di conseguenza, i prezzi azionari hanno cominciato a scontare rischi di natura contabile. Il mercato ha penalizzato in maniera particolare i titoli delle grandi imprese con bilanci relativamente poco trasparenti (grafico VI.3, riquadro di destra).

Carenze a tutti i livelli del governo d'impresa

Il mercato reagisce agli scandali emersi in seguito

Mercati azionari

Per gran parte del 2001 gli investitori hanno mostrato un persistente ottimismo, dapprima tendendo a minimizzare le indicazioni di un rallentamento mondiale e, in seguito, anticipando risolutamente l'avvio di una ripresa sostenuta. Anche se il mutare delle opinioni circa la durata e l'entità della fase contrattiva, nonché le conseguenze di quest'ultima sugli utili societari, hanno determinato l'alternanza di aumenti e diminuzioni negli indici azionari (grafico VI.3, riquadro di sinistra), nel complesso è comunque prevalso un elevato grado di fiducia. L'ottimismo è stato in ampia misura alimentato dalla consapevolezza dell'efficacia della politica monetaria. Ma in definitiva a scuotere la fiducia non sono stati gli andamenti macroeconomici, bensì gli aspetti contabili. Nei primi mesi del 2002 l'accresciuto scetticismo sull'affidabilità dell'informativa di bilancio seguito al fallimento di Enron ha acuito l'incertezza riguardo alle valutazioni azionarie. Ciò nonostante, i rapporti prezzo/utili hanno toccato livelli senza precedenti. Alla luce sia del drastico calo dei profitti causato da rettifiche di valore straordinarie sia dell'aumento dei premi di rischio azionario dovuto alle incertezze sui bilanci societari, le quotazioni

evidenziavano un ostinato ottimismo di fondo circa la crescita futura dei profitti aziendali.

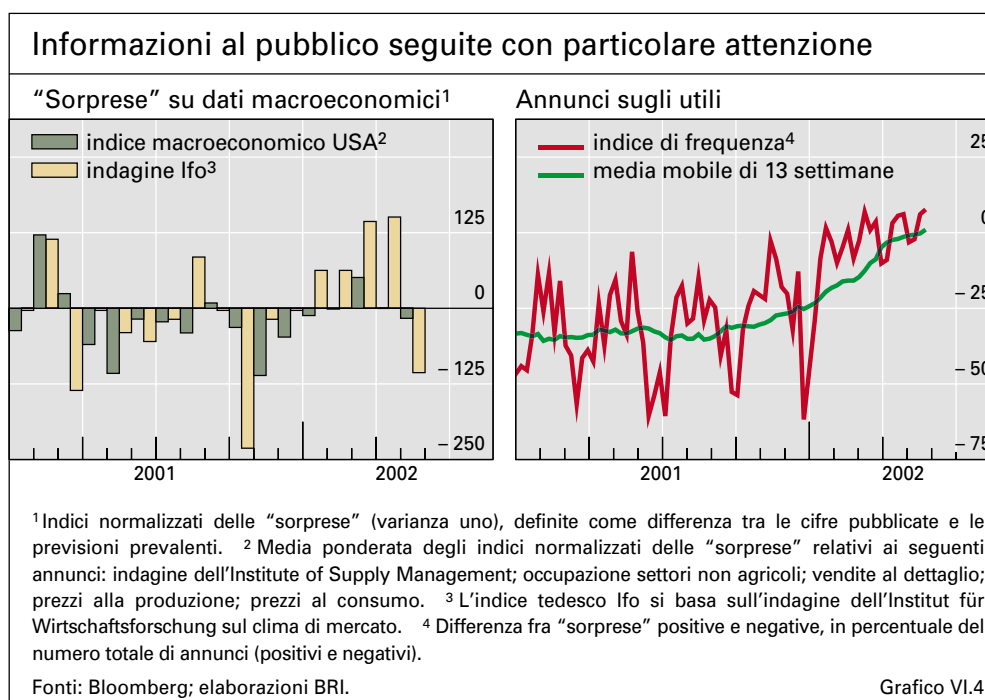
Adeguamento al ciclo economico

Il rallentamento non incide sul clima di mercato fino all'estate

Il mercato azionario si è adeguato con lentezza alla decelerazione economica mondiale. Dopo un anno di correzioni i listini hanno segnato un rialzo nell'aprile 2001, grazie soprattutto al radicato convincimento che la distensione monetaria avrebbe contrastato la recessione. Durante l'estate il peggioramento delle condizioni macroeconomiche e una serie di deludenti segnalazioni di utili societari hanno infine persuaso gli investitori che il rallentamento era in atto e che il settore delle imprese non sarebbe stato risparmiato (grafico VI.4). Le società tecnologiche sono state ancora una volta colpite duramente, sia perché la precedente eccessiva ascesa delle valutazioni era stata ancor più marcata rispetto a quella di altri settori (si veda la 71ª Relazione annuale), sia a causa di rettifiche di valore sorprendentemente cospicue. Se inizialmente vi era una certa fiducia che l'Europa non sarebbe stata penalizzata come il Nord America, questa convinzione è venuta meno in seguito alla pubblicazione di dati congiunturali deludenti, in particolare quelli rivelati dalle indagini Ifo durante i mesi estivi. Di conseguenza, i mercati azionari europei hanno continuato a muoversi in stretta sintonia con quelli statunitensi per tutto il periodo sotto rassegna.

I prezzi toccano il punto minimo nella seconda parte di settembre

I corsi azionari hanno raggiunto il punto più basso nelle due settimane successive agli attentati dell'11 settembre. In un primo momento questi ultimi hanno acuito i timori di un prolungato rallentamento globale, determinando una generale "fuga" verso valori rifugio. I prezzi azionari hanno però cominciato a riprendersi a distanza di una settimana dalla riapertura dei mercati a New York. Gli investitori sono stati incoraggiati dall'allentamento



della politica monetaria concordato su scala mondiale, oltre che dai favorevoli sviluppi politici. In altri termini, l'incertezza susseguita agli attacchi – ancorché di proporzioni eccezionali – si è rivelata solo temporanea, essendosi dissolta in buona parte subito dopo il ritorno dei mercati alla normale operatività.

Un ulteriore mutamento del clima di fiducia pare essere intervenuto in ottobre, allorché il recupero conseguito grazie alla buona tenuta dei mercati è sfociato in una fase rialzista protrattasi sino a fine anno. Gli investitori hanno cominciato a scontare un forte rilancio del ciclo, nonostante le "sorprese" prevalentemente negative contenute negli annunci macroeconomici più seguiti. Essi sono parsi rassicurati dal pronto allentamento monetario, dalla sostanziale assenza di peggioramenti negli indicatori macroeconomici e dalle notizie di una lieve crescita del PIL statunitense nel quarto trimestre. I successi militari della coalizione anti-talebana in Afghanistan hanno fugato i timori di un conflitto prolungato e destabilizzante in quell'area. Diversamente dalla dinamica registrata per gran parte del 2001, gli annunci sugli utili societari nel primo trimestre 2002 hanno avuto la tendenza a ripartirsi più equamente fra sorprese positive e negative rispetto alle previsioni degli analisti.

Paradossalmente, proprio quando i dati sulle prospettive globali sono tornati a volgere in positivo, i mercati azionari hanno cominciato nuovamente a vacillare. Nel gennaio e febbraio 2002 le rivelazioni in merito alle inesattezze nei bilanci pubblicati da diverse importanti società hanno ingenerato un diffuso scetticismo circa l'integrità dell'informativa fornita dalle imprese; ciò ha scosso la fiducia degli operatori e contribuito ad arrestare l'ascesa delle quotazioni. Sebbene le sue manipolazioni contabili rappresentassero il caso più eclatante, Enron non era l'unica società ad aver tentato di manovrare gli utili dichiarati. Ad esempio, il fallimento in dicembre di Global Crossing ha portato alla ribalta la prassi di impiegare accordi di scambio su capacità telecom per gonfiare artificialmente i profitti segnalati. Gli investitori hanno reagito con vendite generalizzate di titoli azionari, concorrendo così ai ribassi della gran parte dei maggiori indici a cavallo fra gennaio e febbraio.

La borsa giapponese ha fortemente risentito della debolezza del settore finanziario interno e della sensazione che non vi fossero progressi nell'azione di riforma. Pur coincidendo con quello di altri mercati azionari mondiali, il declino dei principali indici nipponici fra maggio e settembre è stato di gran lunga più pronunciato. L'indagine *Tankan* pubblicata in luglio ha messo in luce un'economia sorprendentemente fragile, e le successive notizie circa il deterioramento delle prospettive globali sono sembrate deprimere la piazza di Tokyo più che gli altri maggiori mercati. Dopo gli eventi di settembre i listini giapponesi non hanno seguito la fase rialzista mondiale, e ai primi di febbraio 2002 l'indice Nikkei ha toccato il suo livello più basso da 18 anni. Un aspetto singolare è che potrebbe essere stato proprio il tracollo di una grande impresa edile alla fine di quel mese a innescare l'ascesa dei prezzi in marzo: gli investitori si aspettavano un salvataggio della società, e hanno forse interpretato il suo fallimento come il segnale dell'avvio di un serio processo di ristrutturazioni societarie e finanziarie nell'immediato futuro.

I mercati risalgono malgrado gli sfavorevoli annunci macroeconomici ...

... ma le rivelazioni su Enron scuotono la fiducia degli investitori agli inizi del 2002

I titoli giapponesi non seguono i rialzi mondiali

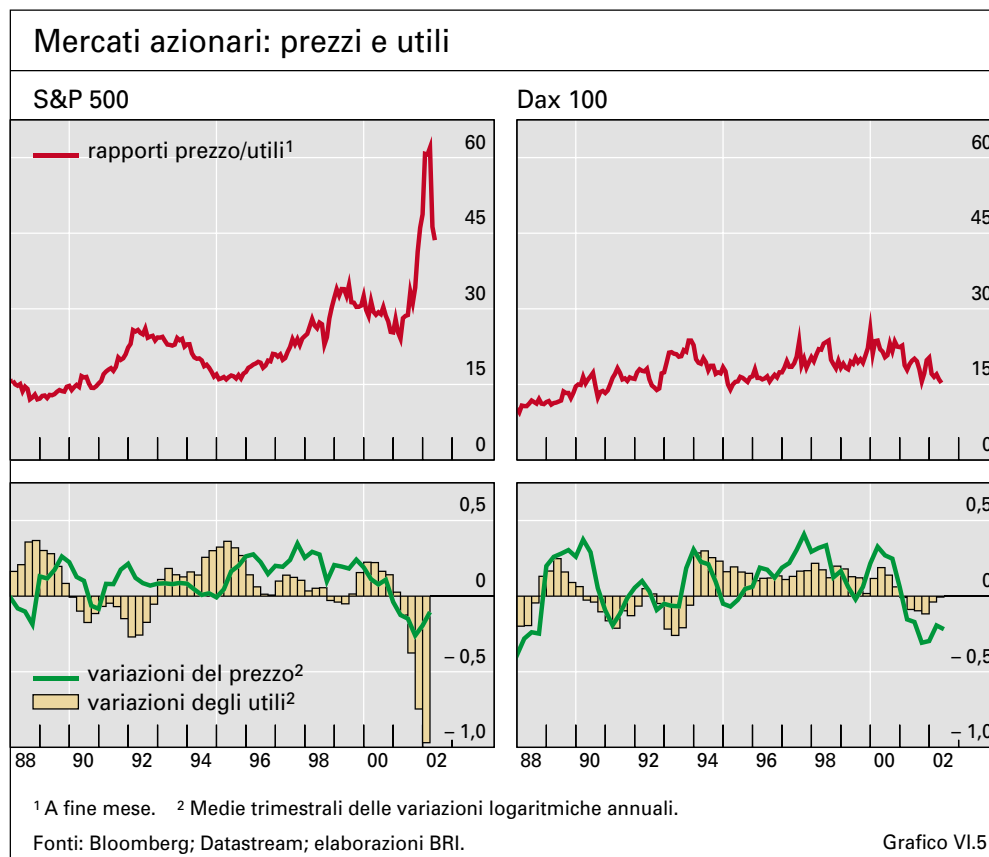
Permane l'ottimismo in un contesto di elevata volatilità

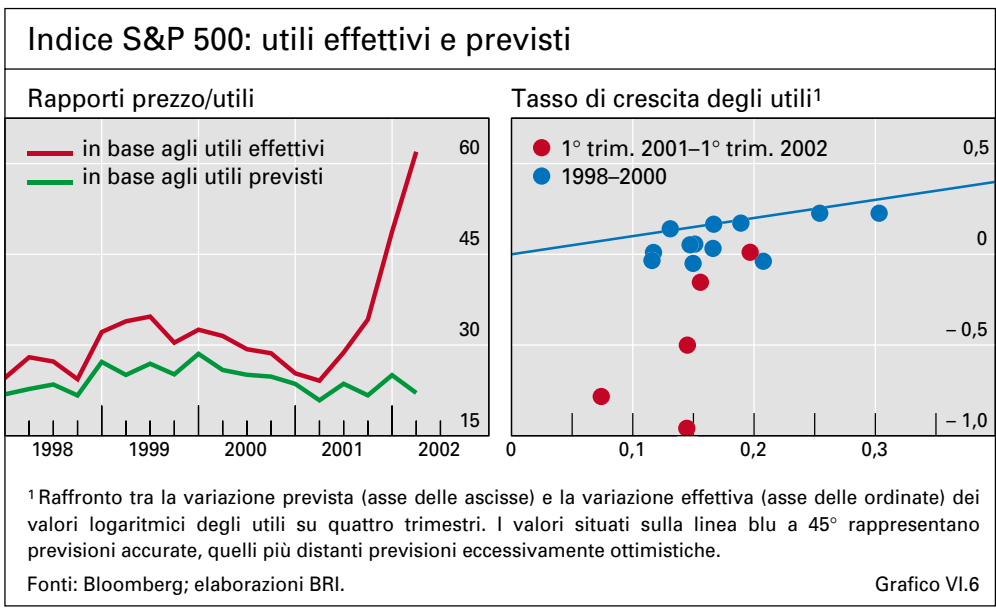
Le valutazioni restano elevate

Malgrado la straordinaria correzione intervenuta a partire dall'aprile 2000, i prezzi azionari hanno continuato a essere sorretti dalle aspettative di rapidi ritmi di crescita dei profitti. Rispetto ai livelli storici, i rapporti prezzo/utigli negli Stati Uniti sono rimasti molto alti lo scorso anno poiché i profitti sono scesi più delle quotazioni (grafico VI.5). In Europa tali indici sono stati più contenuti, visto che prezzi e utili sono diminuiti in misura rispettivamente maggiore e minore di quelli statunitensi. L'elevatezza dei rapporti ha rispecchiato in parte i bassi tassi d'interesse reali, ma anche le attese di un'ascesa degli utili, giacché le quotazioni azionarie tendono ad anticipare un recupero di questi ultimi verso la fine di una recessione. Dinamiche ascendenti dei rapporti prezzo/utigli erano state ad esempio osservate negli Stati Uniti nel 1991-92 e in Germania nel 1993. Va però rilevato che i livelli raggiunti negli USA nel 2001 e 2002 non hanno precedenti: alla fine dello scorso anno l'indice S&P 500 era pari a 49 volte l'ammontare degli utili, ossia un valore più che triplo rispetto a quello medio di 14 registrato nel periodo 1970-1995. A fine marzo 2002 il rapporto ha toccato quota 62.

Brusco calo dei profitti a causa di rettifiche una tantum ...

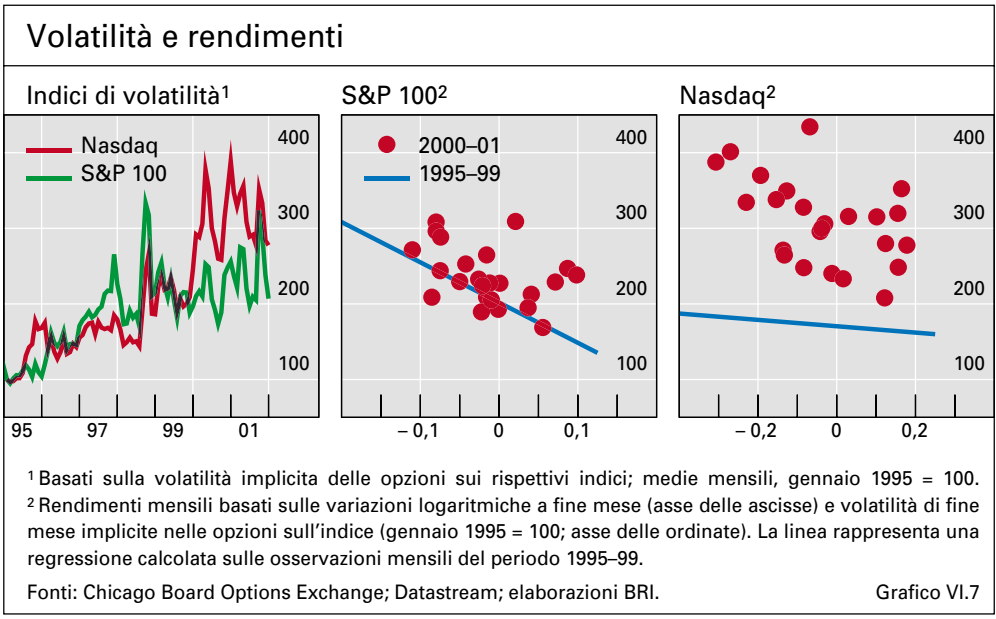
Gli alti indici prezzo/utigli negli Stati Uniti sono anche il frutto di numerose rettifiche straordinarie nei valori dell'attivo, che hanno provocato un crollo degli utili netti dichiarati. Nel 2001 persino imprese con situazioni patrimoniali e prospettive reddituali tutto sommato soddisfacenti hanno preso atto che una quota sostanziale dei loro passati investimenti, soprattutto le molte acquisizioni finanziate mediante lo scambio di azioni ordinarie, altro non era





se non un costoso insuccesso. Di conseguenza, alcuni investitori hanno preferito concentrarsi su indicatori prospettici, quali il cash flow o l'utile operativo per azione, piuttosto che su misure contabili del reddito che incorporavano le svalutazioni di attività. Il fatto di basarsi su tali indicatori comportava implicitamente l'ipotesi che in avvenire siffatti errori di investimento sarebbero stati meno probabili. I rapporti prezzo/utigli basati sui profitti futuri, che scontavano aspettative di una loro forte ripresa, sono stati inferiori a quelli basati sugli utili pregressi (grafico VI.6). Tuttavia, anch'essi sono elevati rispetto ai parametri storici, se si considerano sia il livello dei tassi d'interesse reali sia il presumibile premio al rischio indotto dai problemi informativi legati alla vicenda Enron. Inoltre, negli ultimi anni la crescita degli utili effettivi è stata tendenzialmente inferiore al previsto. Dopo una fase rialzista in cui i risultati economici paiono essere stati spesso manovrati in

... ma le valutazioni rimangono elevate per altre ragioni



Aumenta la percezione del rischio anche in presenza di mercati robusti

modo da innalzarli leggermente al disopra delle previsioni, nel 2001 e agli inizi del 2002 siffatta pratica è apparsa insostenibile.

Le incertezze a riguardo delle valutazioni, insieme alla tendenza degli operatori a reagire bruscamente a ogni seppur minimo accenno di buone o cattive notizie, si sono tradotte in un elevato grado di volatilità giornaliera sui mercati azionari. Nell'aprile 2001, ad esempio, l'annuncio secondo cui gli utili di Dell Computer Corporation sarebbero stati conformi alle stime provvisorie, peraltro riviste fortemente al ribasso, ha determinato balzi del Nasdaq Composite e del MSCI World Index rispettivamente del 9 e del 3% in una sola giornata. I livelli della volatilità implicita nei prezzi dei contratti in opzioni su indici azionari hanno rispecchiato questa tendenza (grafico VI.7). La maggiore variabilità non è dipesa semplicemente dal calo dei corsi azionari. Mentre negli anni precedenti la volatilità implicita era generalmente aumentata al diminuire delle quotazioni, nel 2000 e 2001 essa è salita ben oltre i livelli desumibili dalle passate correlazioni con la dinamica dei prezzi. Ciò è valso in particolare per l'indice Nasdaq, a forte componente tecnologica.

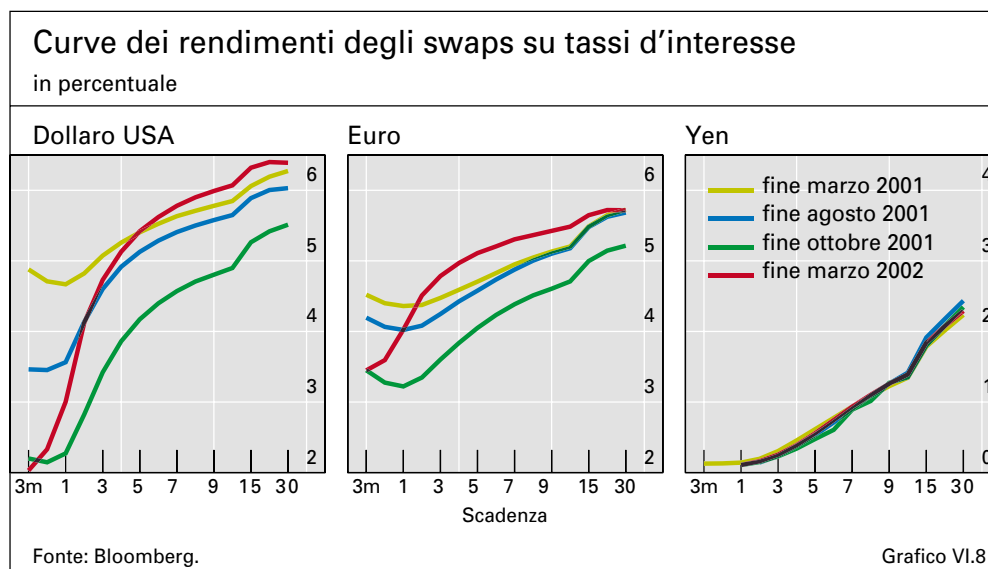
I mercati del reddito fisso

Analogamente ai mercati azionari, nel 2001 e nei primi mesi del 2002 i mercati obbligazionari hanno alternato fasi di ottimismo e di pessimismo. In presenza di un'inflazione pressoché sopita, i rendimenti swap sono stati determinati dalle aspettative circa la durata e l'entità della decelerazione mondiale, nonché i tempi del previsto ritorno a politiche monetarie più stringenti. Gli spreads creditizi, che le attese di una fase contrattiva breve e moderata avevano mantenuto stabili nel primo semestre 2001, sono aumentati nel terzo trimestre allorché si è cominciato a temere un rallentamento più prolungato dell'economia. Nondimeno, la maggioranza degli emittenti societari e sovrani non ha avuto grossi problemi a collocare prestiti a lungo termine. Grazie alla sua resilienza, il mercato obbligazionario si è rivelato un canale di finanziamento particolarmente importante tra la fine del 2001 e gli inizi del 2002, quando le turbolenze nel comparto della CP e l'accresciuta avversione al rischio delle banche commerciali sono sfociate in una contrazione dei fondi reperibili sui mercati degli strumenti debitori a breve.

Le curve dei rendimenti sono influenzate dalla politica monetaria

Le curve dei rendimenti si spostano verso il basso e diventano più ripide ...

Nel periodo in esame le dinamiche dei rendimenti sono state condizionate dalle aspettative circa la reazione delle autorità monetarie alle notizie macroeconomiche. Le curve in dollari e in euro hanno registrato un'inflexione allorché gli indicatori congiunturali sono peggiorati, per poi assumere un'inclinazione nettamente positiva al migliorare delle prospettive (grafico VI.8). Nella prima metà del 2001, in concomitanza con le attese di una contrazione del ciclo relativamente modesta e di breve durata, i rendimenti swap a lunga in dollari e in euro sono rimasti stabili. Da luglio a ottobre essi hanno accusato una graduale flessione, man mano che gli investitori si sono adeguati al deterioramento dei dati macroeconomici e, subito dopo l'11 settembre, si sono riversati sulle emissioni più sicure e quotate. In novembre e nella prima



quindicina di dicembre, l'inversione di questa "fuga verso la sicurezza" e le speranze in una rapida conclusione della fase contrattiva hanno determinato un netto aumento dei tassi a lungo termine. Tali speranze hanno rispecchiato la fiducia nell'efficacia di un nuovo allentamento della politica monetaria USA. Di conseguenza, nei primi mesi di quest'anno la curva in dollari risultava ripida come mai dagli inizi del 1994, sebbene in termini assoluti i tassi a lunga rimanessero prossimi ai minimi storici. Nell'area dell'euro l'inclinazione della curva dei rendimenti è stata meno pronunciata, per effetto di un più moderato rilassamento delle condizioni monetarie.

Caso isolato fra le valute più importanti, la curva in yen è rimasta praticamente stabile per gran parte del 2001 e nei primi mesi del 2002. I tassi a breve si sono attestati in prossimità dello zero, in quanto gli investitori prevedevano che nell'immediato futuro non vi sarebbero state modifiche di rilievo nell'orientamento della politica monetaria giapponese, data la persistente debolezza della crescita. Considerazioni analoghe hanno mantenuto bassi anche i tassi per le scadenze più lontane. Al tempo stesso, si sono osservate episodiche pressioni al rialzo sui rendimenti a lunga, in risposta al costante incremento del debito pubblico. Il deteriorarsi dei conti finanziari e i lenti progressi delle riforme strutturali hanno contribuito a rendere gli investitori più cauti nei riguardi delle attività nipponiche, come rispecchiato dai declassamenti dei titoli di Stato da parte delle principali agenzie di rating.

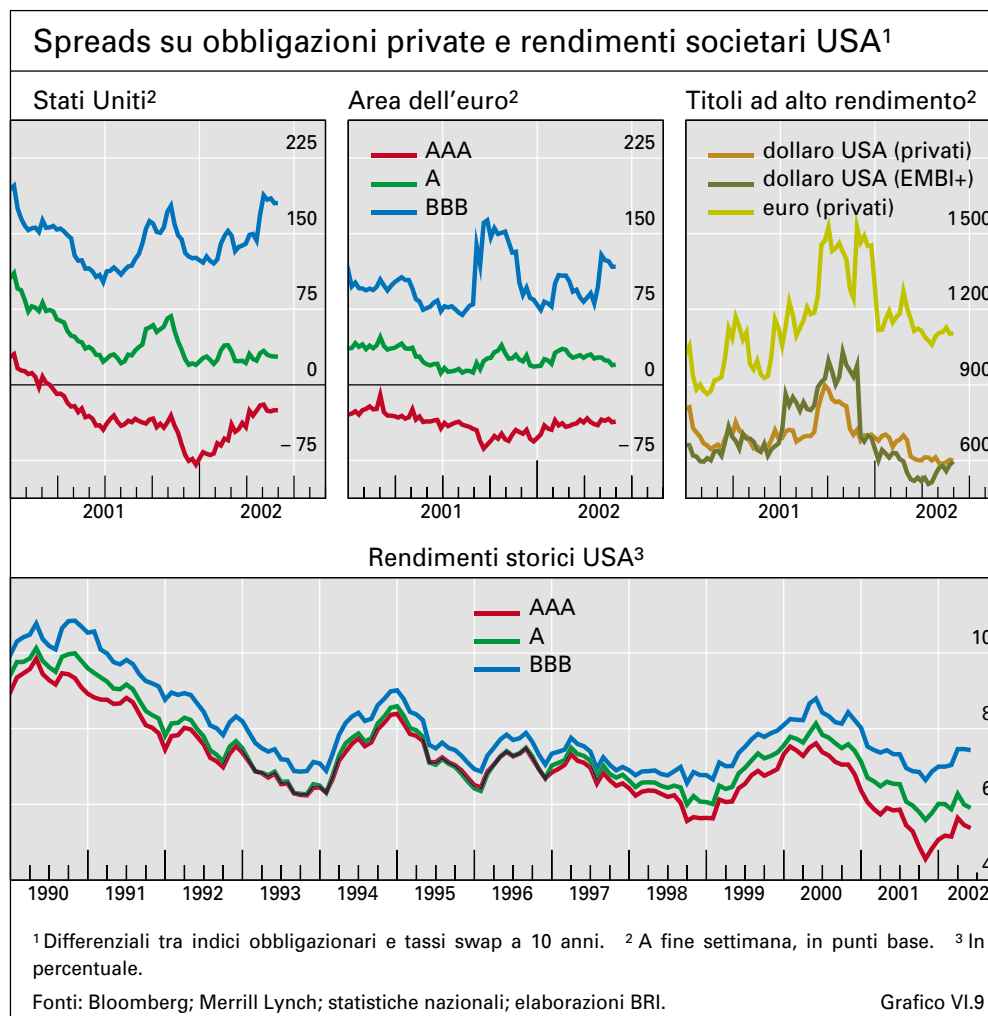
Il mercato dei titoli societari dà prova di resilienza

Il punto di forza dei mercati finanziari mondiali nel periodo sotto rassegna è stata la sorprendente tenuta del comparto delle obbligazioni private. Gli spreads creditizi hanno mostrato la tendenza a restringersi all'aumentare dei rendimenti benchmark allorché gli investitori hanno collegato le prospettive di un miglioramento nel merito di credito delle imprese alle probabilità di un rapido recupero della crescita (grafico VI.9, riquadri superiori). Nel primo semestre 2001 i differenziali sono calati nel momento in cui gli operatori hanno guardato oltre il rallentamento dell'espansione economica e l'incremento dei

... data la fiducia nell'efficacia dell'allentamento monetario

Resta stabile la curva dei rendimenti in yen

Diminuiscono gli spreads societari ...



... benché permanga un certo scetticismo

tassi di insolvenza, ritenendo che questi fattori fossero già stati incorporati nei rendimenti obbligazionari. Nel terzo trimestre, in presenza di una congiuntura più sfavorevole del previsto e del perdurante aumento delle insolvenze, gli spreads si sono ampliati per la quasi totalità delle categorie di rischio, per poi diminuire nuovamente in novembre quando è tornato a prevalere l'ottimismo. Come risultato, nel settembre 2001 il costo complessivo del finanziamento è calato a livelli storicamente bassi in termini nominali ed è poi aumentato solo lievemente (grafico VI.9, riquadro inferiore). Sono tuttavia rimaste sacche di scetticismo, come dimostra il maggiore scarto di rendimento fra emissioni BBB e A. I timori sulla qualità dei bilanci societari e sull'attendibilità dei documenti contabili hanno contribuito a un nuovo ampliamento dei differenziali nei primissimi mesi di quest'anno.

Le oscillazioni degli spreads sui titoli delle imprese nel 2001 e 2002 sarebbero da ricondurre almeno in parte all'aumento del premio di liquidità, che ha celato un graduale declino nel prezzo di mercato del puro rischio di credito. Ciò emerge dalla scomposizione dello spread fra obbligazioni societarie in dollari quotate BBB e titoli del Tesoro in tre componenti: rischio di credito, preferenza per la liquidità e premio specifico pagato dagli investitori sulle emissioni più recenti ("on-the-run") del Tesoro USA (grafico VI.10). Il prezzo di mercato del rischio creditizio è sceso progressivamente, se si esclude un breve

Scomposizione degli spreads societari

influsso dei fattori di rischio sugli spreads BBB, in punti percentuali¹



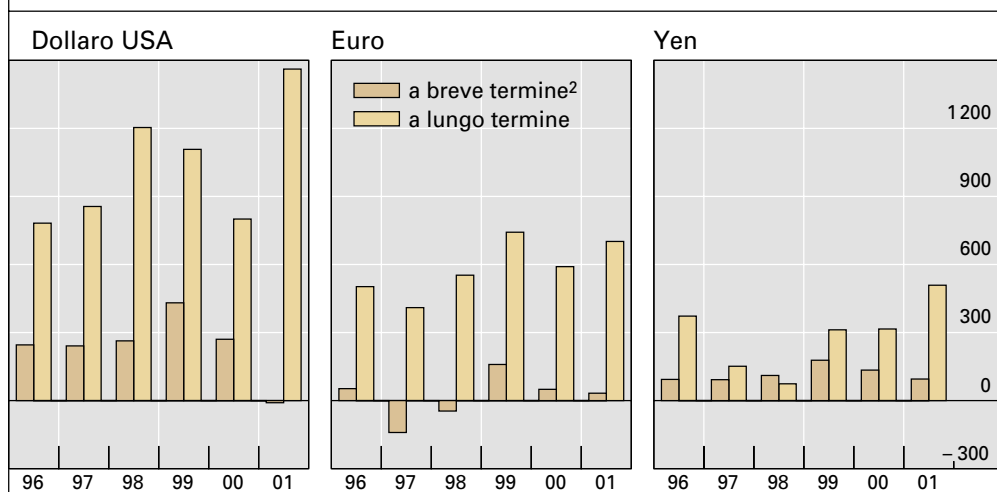
¹ Differenziale fra rendimenti Merrill Lynch sulle obbligazioni BBB da 7 a 10 anni e rendimenti sull'emissione "on-the-run" del Tesoro USA. ² Premio richiesto a fronte del rischio di controparte. ³ Premio che gli investitori sono disposti a pagare in contropartita della maggiore liquidità delle emissioni "on-the-run" rispetto a quelle "off-the-run" del Tesoro USA. ⁴ Premio di cui beneficiano i soli titoli del Tesoro USA, in virtù dei vantaggi esclusivi connessi con la detenzione di questi ultimi.

Fonti: V. Reinhart e B. Sack, "Evoluzione del contenuto informativo dei tassi d'interesse di mercato", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2002; elaborazioni più recenti a cura di B. Sack; Merrill Lynch. Grafico VI.10

picco in settembre, da quasi 150 punti base agli inizi del 2001 a 80 punti circa nel primo trimestre 2002. Questo miglioramento pressoché costante ha invertito il netto incremento dei premi al rischio che aveva accompagnato lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000. Le misure convenzionali degli spreads hanno tuttavia mascherato il calo nel prezzo del rischio di credito, poiché esso ha coinciso con la continua ascesa del premio di rendimento richiesto dagli investitori in contropartita della minore liquidità dei titoli.

Emissioni nette di titoli di debito per scadenza¹

in miliardi di dollari USA



¹ Strumenti del mercato monetario e obbligazioni emesse sui mercati interni e internazionali. ² Strumenti con scadenza originaria fino a un anno.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; International Securities Market Association; Thomson Financial Securities Data; statistiche nazionali; BRI. Grafico VI.11

Forte domanda di finanziamento obbligazionario a lungo termine

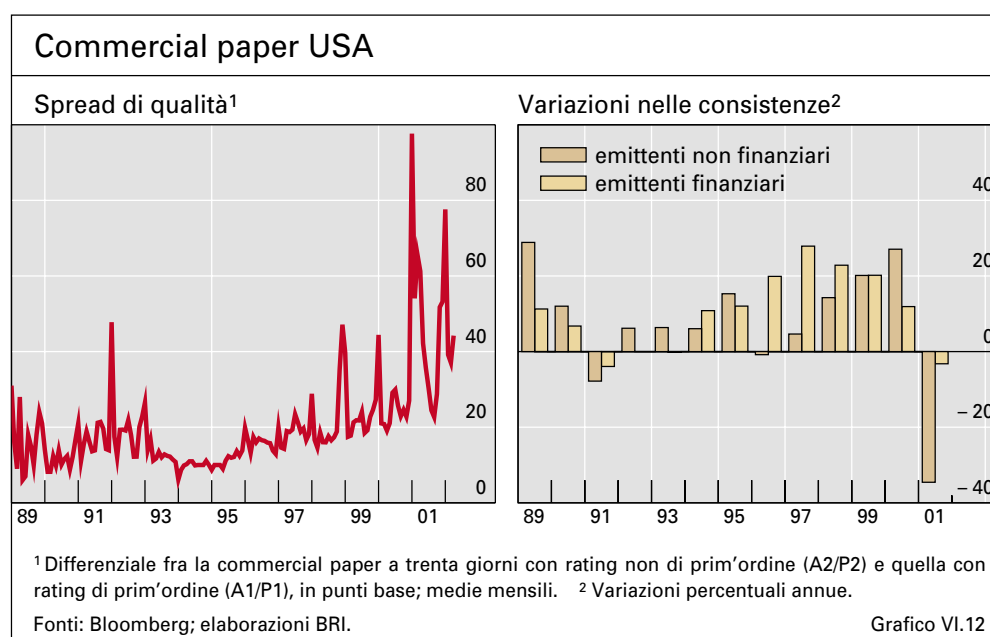
Nonostante il rallentamento economico e le occasionali dilatazioni degli spreads, la raccolta sui mercati obbligazionari a lungo termine è stata sostenuta per quasi tutto il 2001 (grafico VI.11). Ciò è valso in particolare per il comparto del dollaro USA, dove le emissioni nette di titoli societari a lungo termine hanno toccato livelli record. Il comparto dell'euro ha continuato a consolidarsi, stimolato dalla vivace attività delle imprese telecom e automobilistiche. In Giappone la crescita del mercato obbligazionario è stata alimentata dagli ingenti collocamenti di titoli di Stato.

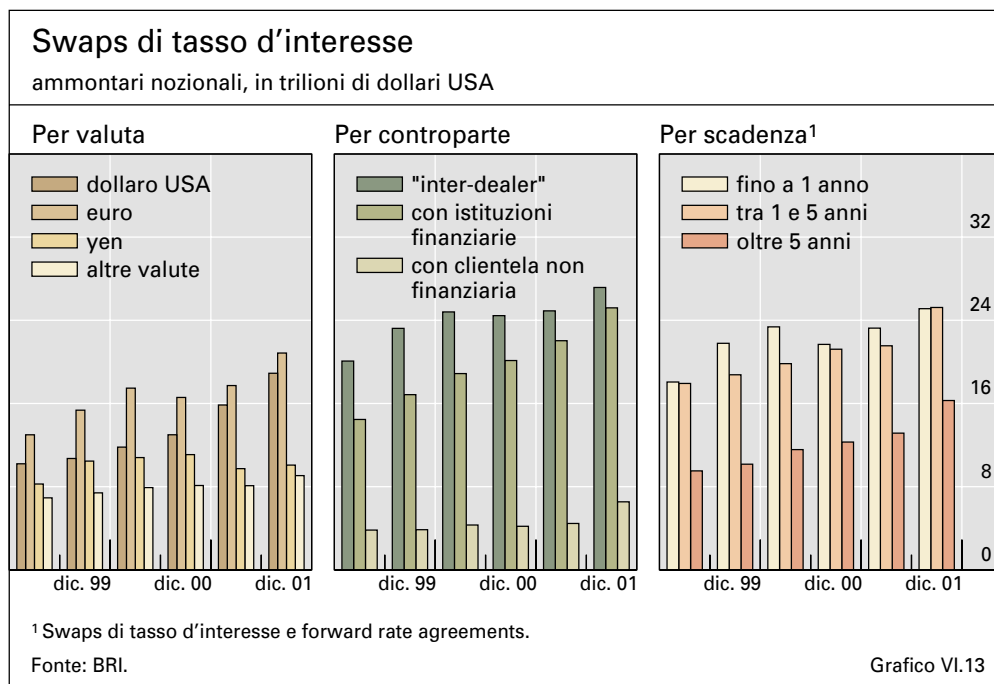
I mutuatari si spostano dal breve al lungo termine

Alcune delle emissioni di strumenti a lungo termine sono attribuibili a una ricomposizione del debito a scapito delle scadenze brevi. La fase contrattiva dell'economia e la conseguente minore esigenza di capitale circolante per le imprese spiegano in parte il calo delle emissioni a breve termine, mentre i livelli storicamente bassi dei rendimenti a lunga hanno incoraggiato gli emittenti a estendere la scadenza del loro debito. Al tempo stesso, talune importanti società statunitensi hanno visto precludersi l'accesso al comparto della CP a causa del declassamento del loro rating, ma hanno potuto agevolmente reperire fondi sul mercato delle obbligazioni societarie. Nell'area dell'euro le imprese hanno rimborsato crediti di prefinanziamento a breve ottenuti nel 2000 e 2001 a fronte di acquisizioni societarie e acquisti di licenze di telefonia mobile della terza generazione.

Calano le emissioni di CP a causa del maggiore rischio di credito ...

Negli Stati Uniti le difficili condizioni di raccolta sul mercato della CP hanno costretto molti prenditori a ridurre il loro ricorso a questo canale. Le inadempienze di aziende elettriche californiane nel gennaio 2001 hanno colto di sorpresa molti investitori in carta commerciale, accentuando la loro sensibilità al rischio di credito. A sua volta, ciò ha esacerbato la reazione al crescente numero di declassamenti in corso d'anno. In un mercato in cui agli acquirenti di gran lunga più importanti, ossia i fondi d'investimento del





mercato monetario, è fatto divieto di detenere più del 5% del loro portafoglio in titoli di qualità non primaria, declassamenti e insolvenze hanno finito col ridurre ulteriormente una domanda già di per sé esigua. L'accresciuta avversione al rischio ha contribuito all'eccezionale ampiezza e volatilità degli spreads sul mercato della CP in dollari USA (grafico VI.12). L'entità del calo nelle emissioni di questi strumenti dimostra ancora una volta l'anomalia delle attuali difficoltà del comparto in questione. Mentre nel 1991, all'epoca della precedente recessione negli Stati Uniti, le consistenze in essere di CP facenti capo a emittenti non finanziari erano diminuite dell'8%, nel 2001 esse hanno subito una flessione del 35%. Inoltre, i mutuatari si sono rivolti in misura crescente al mercato della CP garantita da attività, dove l'impiego di crediti correnti come garanzia riduce sensibilmente il rischio di inadempienza.

Ad aggravare i problemi del mercato della CP è intervenuto il fatto che le grandi banche sono divenute sempre più riluttanti a concedere le linee di liquidità fino allora accordate in appoggio ai programmi di emissione. In passato le banche avevano avuto la tendenza ad applicare spreads ridotti su questi finanziamenti, nella speranza di indurre gli emittenti a conferire loro incarichi di collocamento, di consulenza e altre attività più remunerative. I rischi di tale strategia sono emersi in tutta la loro evidenza nel momento in cui diversi mutuatari di alto profilo, dopo essere stati tagliati fuori dal mercato della CP, hanno utilizzato le loro aperture di credito a spreads ben al disotto di quelli di mercato. Poco dopo, il maggior fornitore di tali linee di appoggio ha annunciato la propria intenzione di ritirarsi dall'attività. Paradossalmente, le linee standby erano state create negli anni settanta proprio per alleggerire i problemi di raccolta in un mercato della CP che tendeva a incepparsi. Nel 2001 la revoca di queste linee – ormai divenute in pratica una condizione essenziale per le emissioni di carta commerciale – non ha fatto che aggravare le difficoltà di tale mercato.

... e del ritiro delle linee creditizie di appoggio

Alcuni emittenti si spostano dal tasso fisso a quello variabile

Taluni emittenti di titoli a lungo termine hanno preferito continuare a pagare tassi a breve stipulando contratti swap su tassi d'interesse, e ciò ha favorito l'ulteriore crescita dei segmenti a medio e a lungo termine di questo comparto (grafico VI.13). La domanda aggiuntiva di finanziamenti a tasso fisso ha concorso a ridurre gli spreads degli swaps in dollari ed euro rispetto ai titoli del Tesoro nel primo trimestre 2002. Tuttavia, la quota delle controparti non finanziarie sul totale degli scambi è rimasta alquanto contenuta.

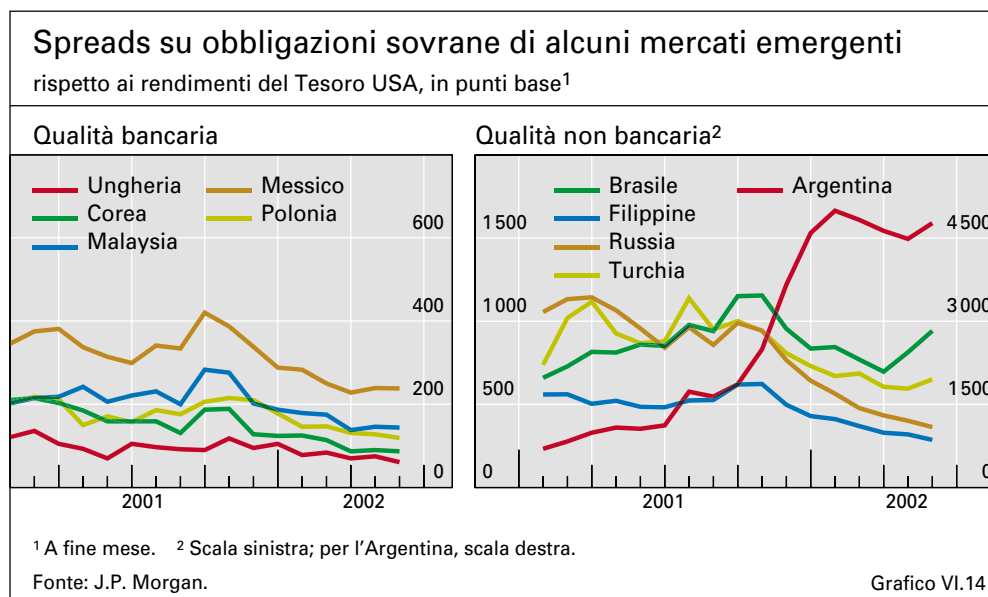
Finanziamento creditizio esterno delle economie emergenti

La resilienza mostrata dai principali mercati finanziari nel periodo in esame ha contrassegnato anche i paesi emergenti. Il rallentamento mondiale e le turbolenze in Argentina e Turchia non hanno impedito alla gran parte degli emittenti di godere di favorevoli condizioni di finanziamento esterno; gli spreads creditizi hanno infatti mantenuto un andamento stabile o sono persino calati. Nondimeno, i flussi di fondi verso le economie emergenti sono rimasti pressoché invariati: le emissioni nette di titoli di debito internazionali da parte di mutuatari dell'area sono ammontate a \$45 miliardi nel 2001, in linea con la media osservata nel 1998–2000, mentre i rimborsi di posizioni bancarie sull'estero hanno continuato a superare i nuovi crediti, determinando una contrazione di \$14 miliardi nella posizione debitoria sull'estero. La riduzione dei flussi è attribuibile alla minore presenza degli investitori nelle economie in situazione critica, nonché alla debole domanda di finanziamento esterno in Asia e nei paesi esportatori di petrolio. I mutuatari a più alto rating alla ricerca di fondi sui mercati delle obbligazioni internazionali hanno trovato un facile accesso, mentre per quelli meno quotati la raccolta è stata più problematica.

Limitati effetti di contagio, nonostante le gravi crisi

Drastica riduzione del credito a Turchia e Argentina

Le banche e gli investitori obbligazionari hanno ridotto drasticamente il credito ai paesi colpiti dalle crisi. Nel 2000 i residenti turchi, in particolare le banche, figuravano al primo posto fra i prenditori emergenti sul mercato dei prestiti sindacati e il governo argentino era stato il più grande emittente di obbligazioni internazionali. Nel 2001 entrambi i paesi hanno incontrato grossi ostacoli nell'accedere ai mercati internazionali. Gli spreads sul debito turco sono stati alti e volatili sino a fine anno; quelli argentini sono aumentati nettamente a più riprese, con picchi in luglio, dopo che un'asta di titoli pubblici era andata quasi deserta, e in novembre, quando il governo ha annunciato la ristrutturazione delle passività detenute dai residenti (grafico VI.14). Verso la fine del 2001 la Turchia ha potuto cautamente far ritorno ai mercati, grazie al rafforzamento del programma FMI, mentre i finanziamenti privati e ufficiali all'Argentina sono stati interrotti. Le banche internazionali hanno ridimensionato lo scorso anno le loro posizioni creditorie del 24% nei confronti della Turchia e del 12% verso l'Argentina. Un segno più eloquente delle difficoltà incontrate da quest'ultimo paese è stato il massiccio rimpatrio di attività esterne da parte di banche locali per far fronte alle esigenze di liquidità in dollari. Tra la fine del 2000 e la fine del 2001 l'ammontare dei depositi collocati da banche argentine presso istituti all'estero è sceso da \$23 a 6 miliardi.



Anche per altre economie le condizioni di finanziamento non sono state facili nell'anno sotto rassegna. Particolarmente vulnerabili sono stati i paesi con un servizio del debito relativamente oneroso o con problemi interni di diverso tipo. Gli eventi in Argentina hanno aggravato le pressioni economiche e finanziarie in Uruguay, e ciò è costato al debito del paese la perdita dell'ambito rango di qualità bancaria. Gli spreads sulle passività del Venezuela si sono ampliati al venir meno della fiducia degli investitori nell'azione di governo, per poi restringersi nel febbraio 2002 grazie alla libera fluttuazione del bolivar.

Gli episodi di contagio hanno avuto vita breve e una portata per lo più limitata. Pressioni in vendita hanno colpito in luglio un novero sorprendentemente ampio di mercati emergenti, compresi Brasile e Sudafrica, in risposta all'insuccesso dell'asta argentina. Oltre a ciò, la generale "fuga verso la qualità" innescata dagli eventi dell'11 settembre ha provocato un aumento degli spreads applicati a molti mutuatari emergenti. Tuttavia, in entrambi i casi la revisione del prezzo per il rischio si è rivelata temporanea; le tendenze precedenti si sono prontamente ristabilite, in quanto gli investitori hanno operato un'attenta differenziazione fra i vari mercati emergenti. Ad esempio, in Brasile la dinamica degli spreads obbligazionari a metà ottobre appariva totalmente sganciata da quella argentina; l'ampliamento registrato nel secondo trimestre di quest'anno ha rispecchiato incertezze politiche di natura essenzialmente interna.

L'inadempienza del governo argentino alla fine dell'anno ha avuto scarse conseguenze immediate su altri mercati emergenti. Come spiegato nel Capitolo V, il lungo periodo di incubazione della crisi, il ritiro degli investitori ad alto grado di leva dai mercati emergenti e l'adozione di regimi di cambio flessibile in molti paesi hanno contribuito ad arginare il contagio. Inoltre, il ridotto numero di investitori "crossover" sui mercati odierni – operatori che investono essenzialmente in titoli di qualità bancaria, ma che sono autorizzati

Il contagio limitato in luglio e settembre ...

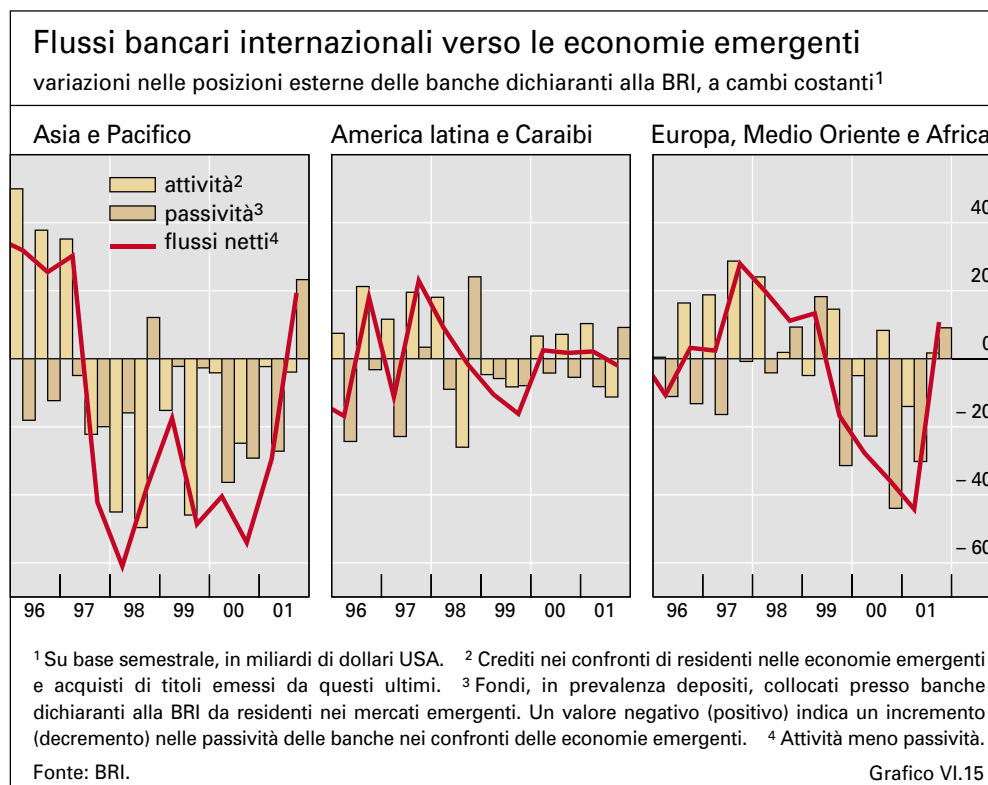
... si tramuta poi in vantaggi per altri mercati emergenti

entro certi limiti a detenere strumenti di qualità inferiore – ha indebolito i legami fra i vari mercati finanziari. Mentre gli investitori “crossover” tendono a smobilizzare l’intera categoria di rischio in periodi di volatilità, gli investitori “dedicated” esposti unicamente nei confronti di mercati emergenti concentrano la loro attenzione sull’affidabilità creditizia relativa dei vari paesi. Lo spostamento di quest’ultima categoria di investitori dai titoli argentini ai prestiti di altri mutuatari emergenti spiega in parte il calo degli spreads obbligazionari in Brasile e Messico anche quando quelli sul debito argentino sono fortemente aumentati.

Buona accoglienza degli investitori alle emissioni obbligazionarie

A differenza di quanto accaduto per i paesi colpiti dalle crisi, durante quasi tutto il periodo sotto rassegna gli investitori hanno riservato una buona accoglienza alle emissioni di prenditori con merito di credito elevato o in aumento. Gli spreads applicati ai mutuatari di qualità bancaria come Corea, Malaysia e Messico sono rimasti stabili o si sono persino ridotti nel 2001 e agli inizi del 2002 (grafico VI.14). Lo scorso anno il Messico ha spodestato la Turchia quale maggiore prenditore dell’area emergente sul mercato bancario internazionale. Alcuni mutuatari sovrani a più basso rating ma con condizioni economiche fondamentali in miglioramento, tra cui Filippine e Russia, hanno parimenti avuto un più facile accesso ai mercati internazionali dei titoli di debito. Le attività bancarie internazionali in essere verso la Russia, che erano calate del 40% nei tre anni successivi alla moratoria sul debito del paese nell’agosto 1998, sono cresciute del 7% nel secondo semestre 2001. In aggiunta, diversi emittenti sovrani hanno iniziato, o sono tornati dopo decenni di assenza,

I mutuatari sovrani di economie solide accedono più facilmente ai mercati ...



a raccogliere fondi sui mercati delle obbligazioni internazionali, come nei casi di Egitto, Perù e Repubblica dominicana.

La Polonia, l'Ungheria e altri paesi impegnati nei negoziati per l'accesso all'Unione europea hanno continuato a beneficiare di considerevoli afflussi di capitali sui mercati interni del reddito fisso. Con tutta probabilità, gli investitori scontano una convergenza dei rendimenti obbligazionari di questi paesi con quelli dell'area dell'euro, così come i rendimenti nei paesi poi confluiti nell'area avevano teso a convergere con i tassi tedeschi nel periodo antecedente l'unione monetaria.

A dispetto delle stabili o migliorate condizioni del finanziamento esterno, molte economie emergenti hanno avuto scarse esigenze di fondi internazionali. In particolare, i paesi dell'Est asiatico e quelli esportatori di petrolio hanno continuato a registrare ampi avanzi correnti. Tuttavia, stante il deterioramento della loro bilancia corrente previsto per il 2002, il fabbisogno di capitali esteri di questi paesi è destinato ad aumentare nel breve periodo (Capitolo III). Segni di regresso erano affiorati già nel secondo semestre dello scorso anno: mentre fra la metà del 1999 e la metà del 2001 i paesi emergenti, in particolare Asia e membri dell'OPEC, avevano collocato presso le banche all'estero depositi per \$249 miliardi, negli ultimi sei mesi del 2001 essi hanno ritirato fondi per \$42 miliardi (grafico VI.15).

In un primo tempo la domanda di finanziamenti esteri era stata ulteriormente raffrenata dalle maggiori opportunità di raccolta sui mercati nazionali. In Messico la crescente liquidità del mercato obbligazionario interno ha determinato un'estensione della curva dei rendimenti in pesos fino alle scadenze decennali, e il governo ha deciso di rifinanziare parte delle sue passività in dollari su tale mercato. In Asia i bassi tassi d'interesse interni e i cambi flessibili hanno aumentato l'attrattiva dell'indebitamento in moneta locale a scapito di quello in valuta estera. A seguito del brusco calo dei tassi a breve in dollari, la situazione ha cominciato però a cambiare verso la fine dello scorso anno; le attività bancarie internazionali verso il Sud-Est asiatico sono aumentate per la prima volta dall'insorgere della crisi finanziaria a metà del 1997. Anche gli afflussi di portafoglio hanno preso slancio, attirati dai rendimenti a due cifre offerti sui mercati azionari locali (Capitolo III).

... ma la domanda di finanziamento esterno è modesta

Motivi di inquietudine

Benché i mercati finanziari abbiano reagito agli eventi verificatisi nel periodo sotto rassegna in maniera più ordinata di quanto molti avessero previsto, permangono delle vulnerabilità. Alcune di esse sono di natura congiunturale. Come già osservato, le valutazioni azionarie sono tuttora eccezionalmente elevate e l'accesso ai mercati dei capitali per i mutuatari con più basso rating, anche nell'area emergente, resta precario. Altre hanno carattere più strutturale. L'alto grado di concentrazione di alcuni segmenti del mercato espone il sistema finanziario a un maggiore rischio di disfunzioni sistemiche. Inoltre, le debolezze di fondo dei meccanismi destinati a produrre informazioni di buona qualità scoraggiano gli investitori, creando potenziali distorsioni nei prezzi di mercato e, conseguentemente, nell'allocazione del capitale.

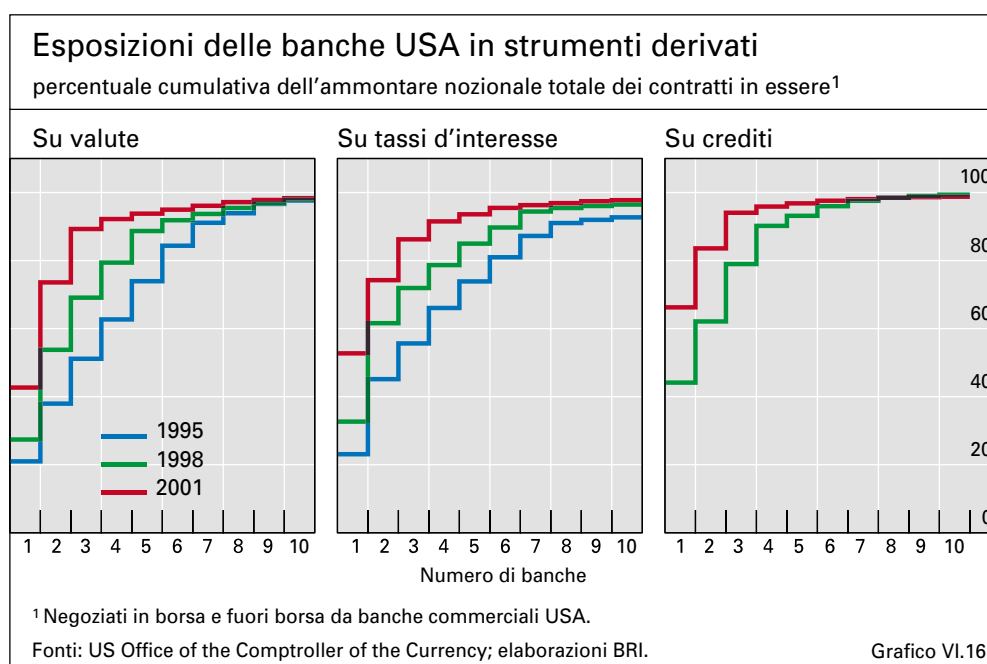
Nonostante la tenuta dei mercati, permangono alcune vulnerabilità

Rischi di concentrazione

L'alto grado di concentrazione dei mercati OTC ...

Per effetto delle numerose fusioni e acquisizioni nel settore dei servizi finanziari durante lo scorso decennio, il grado di concentrazione dei mercati è generalmente aumentato. Sul piano geografico la concentrazione è un fenomeno di lunga data. Secondo l'ultima indagine triennale delle banche centrali, alle piazze di Londra e New York fa capo il 47% dell'attività globale nei mercati dei cambi e il 49% di quella nei mercati derivati "over-the-counter" (OTC). Uno sviluppo più recente è invece l'alto grado di concentrazione istituzionale in taluni segmenti, soprattutto nei mercati OTC. Nel 2001 i tre quarti delle transazioni in valuta effettuate a Londra e New York erano riconducibili a 30 intermediari soltanto, contro 40 del 1995. Inoltre, tre banche totalizzavano l'89% dell'ammontare nozionale di contratti in derivati valutari posti in essere dalle banche statunitensi, contro il 51% nel 1995 (grafico VI.16). Nel mercato USA dei derivati su tassi d'interesse la quota delle tre banche maggiori sul totale nozionale era pari all'86% a fine 2001, rispetto al 56% del 1995, mentre per ciò che concerne i derivati creditizi essa è salita dal 79 al 94% tra il 1998 e il 2001.

Il consolidamento può arrecare notevoli benefici, ma pone altresì dei rischi. Fra i vantaggi principali figura la tendenza delle banche più grandi a diversificare maggiormente i loro portafogli e ad essere quindi meno esposte a shock specifici a livello di impresa, di settore o di area geografica. Ciò potrebbe spiegare in parte perché il sistema bancario statunitense abbia assorbito senza particolari problemi le molte insolvenze verificatesi nel 2001. Nondimeno, nella misura in cui il consolidamento determina una maggiore concentrazione, esso può anche avere un impatto negativo sul funzionamento dei mercati finanziari. Un'area critica è la liquidità. Almeno in parte, l'aumento del premio di liquidità evidenziato nel grafico VI.10 può essere infatti attribuito al consolidamento del settore finanziario. Le fusioni finiscono spesso col provocare una riduzione del



capitale di rischio allocato alle attività di market-making. Il consolidamento può inoltre far innalzare i costi dell'attività di negoziazione rendendo più difficoltosa la diversificazione del rischio creditizio di controparte. Ad esempio, con il progressivo ridursi del numero degli operatori primari, diviene sempre più difficile trovare una contropartita agli ordini della clientela sul mercato "inter-dealer", e ciò si ripercuote negativamente sulla liquidità che tali operatori possono offrire ai loro clienti.

Un altro aspetto critico derivante dalla concentrazione è la vulnerabilità dei mercati ai rischi specifici di un operatore. Nei mercati in cui l'intermediazione è altamente concentrata, i problemi di un singolo dealer possono avere implicazioni per l'intero mercato. Il dissesto della Drexel Burnham Lambert nel 1990 e la conseguente contrazione del mercato delle obbligazioni USA ad alto reddito, dove la Drexel era in posizione dominante, sono illustrativi a tale riguardo. La vulnerabilità dei mercati a tale rischio specifico è acuita dal fatto che il merito di credito dei principali market-makers non si è rafforzato nel corso degli anni. Nel 1994 il più importante intermediario del mercato globale degli swaps su tassi d'interesse era quotato tripla A; agli inizi del 2002 esso risultava declassato di tre gradi alla soglia inferiore della doppia A, pur mantenendo la propria supremazia nei consorzi di sottoscrizione. È singolare, a questo proposito, che le filiali con rating AAA istituite nei primi anni novanta da società di intermediazione mobiliare non siano riuscite ad aggiudicarsi una quota rilevante dell'attività in strumenti derivati.

I mercati si sono adeguati in vari modi per attenuare i rischi di concentrazione. I prenditori delle piazze più importanti possono accedere a un'ampia gamma di opportunità di finanziamento, dal capitale di rischio alla carta commerciale garantita da attività, e riescono facilmente a trovare un mercato che garantisca loro l'accesso. Altri tipi di operatori, come le compagnie di assicurazione e i fondi comuni, sono diventati più attivi in segmenti che erano tradizionale appannaggio di banche o intermediari mobiliari. Per limitare il rischio di controparte nei mercati OTC si ricorre sempre più spesso alle garanzie collaterali e al regolamento giornaliero. È interessante notare che nel 2001 la crescita dei mercati di borsa per la negoziazione di strumenti derivati ha superato quella dei mercati fuori borsa, ribaltando significativamente il profilo dell'attività osservato per buona parte dello scorso decennio.

Il problema della qualità delle informazioni

Altra fonte di vulnerabilità è una certa perdita di fiducia degli investitori nella qualità delle informazioni che essi ricevono sulle società. È stato affermato che la corretta informazione sulla situazione corrente e prospettica delle singole imprese rappresenta la linfa vitale dei mercati. Integrando tali informazioni nei prezzi delle attività, i mercati trasmettono segnali che guidano l'allocazione del capitale nell'economia globale. Anche se sono le società stesse a fornire i dati di base, i mercati si fondano oggi su un sistema articolato di controlli – cui partecipano revisori indipendenti, analisti e altri soggetti – volto ad assicurare e migliorare la qualità dell'informativa. La vicenda Enron non è che la manifestazione più clamorosa dello spirito di un'epoca che ha condotto al progressivo indebolimento dei meccanismi intesi a produrre le informazioni prescritte.

... fa sì che i problemi di un singolo intermediario possano propagarsi all'intero mercato

La corretta informazione è d'importanza vitale per i mercati

La difficoltà di
traslare sugli
investitori i costi
dell'informazione

Anche in condizioni favorevoli, la produzione di informazioni di qualità pone un dilemma di fondo: se è costoso produrre informazioni, è altrettanto difficile traslare il loro onere sugli investitori, poiché quelli che non ne sostengono i costi non possono essere esclusi dai relativi benefici. Di conseguenza, i moderni sistemi finanziari hanno individuato soluzioni che consentono di assumere tali oneri in modo indiretto. I revisori esterni, in particolare, certificano l'attendibilità dei documenti di bilancio di un'impresa, ma è su quest'ultima che ricade il costo del lavoro di revisione. Analogamente, gli analisti interpretano i dati sugli utili di una società, ma il loro compenso è spesso a carico di un operatore in titoli che intrattiene rapporti di altro tipo con la società stessa. Anche se in siffatte circostanze è difficile evitare conflitti d'interesse, nondimeno in passato il sistema di controlli pare aver sostanzialmente funzionato. Evidentemente, revisori e analisti ritenevano la propria reputazione importante abbastanza da indurli a svolgere bene il loro compito di fornire informazioni di qualità.

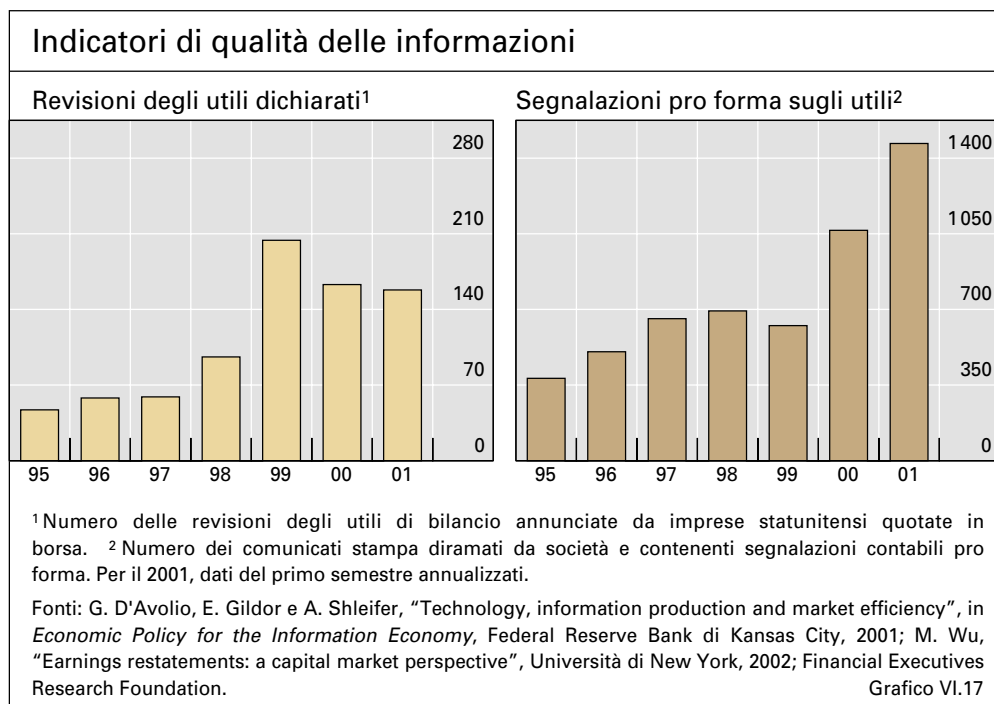
L'esigenza vitale di
tenere alti i corsi
azionari ...

Verso la fine degli anni novanta i titoli "high-tech" hanno determinato un clima rialzista che ha distorto gli incentivi a produrre informazioni affidabili. Le società tecnologiche di nuova ammissione al listino hanno adottato modelli operativi che prevedevano una massiccia spesa in ricerca e sviluppo, limitati utili correnti di gestione e un ampio ricorso alle emissioni azionarie per reperire fondi, remunerare dirigenza e personale, acquisire altre imprese. In alcuni casi, la sopravvivenza di tali società era talmente legata agli alti corsi azionari che l'incentivo a manovrare in tal senso l'informazione ha spesso avuto la meglio sull'importanza della reputazione futura. Per molte altre società la corresponsione di emolumenti sotto forma di "stock options" ha fatto assumere al livello dei corsi un'importanza decisiva, spingendo il management a influenzare oltre misura le quotazioni dei titoli nel breve periodo.

... spinge le
imprese a
manovrare gli
utili ...

Pertanto, le imprese avevano tutto l'interesse a esibire bilanci che dilatassero le aspettative di crescita degli utili. Le società statunitensi, in particolare, potevano avvalersi di criteri contabili che consentivano loro di computare nell'esercizio corrente i proventi di vendite future già perfezionate, di trattare le "stock options" attribuite come remunerazione alla stregua di costi ai soli fini fiscali o di impiegare criteri ottimistici nel valutare i propri fondi pensione. Viste le molte imprese che hanno applicato queste norme fino ai limiti del consentito, si è fatta sempre più strada la tendenza a oltrepassare il segno. Ne è conseguito che un crescente numero di imprese USA ha dovuto rettificare i propri utili (grafico VI.17), e ciò facendo ha inflitto pesanti perdite agli investitori. Nel momento in cui neanche le pratiche contabili aggressive sono riuscite a ottenere i risultati sperati, si è cominciato a ricorrere in misura sempre maggiore alle segnalazioni pro forma, ossia rendiconti integrativi aventi lo scopo di eliminare le cattive notizie per far risaltare la performance della società nella miglior luce possibile. Mentre il numero di rettifiche dei profitti ha raggiunto il massimo nel 1999, l'impiego delle segnalazioni pro forma ha continuato ad aumentare fino al 2001.

Le società di revisione e gli analisti del mercato azionario si sono sempre più trovati ad avere una comunanza di interessi con le imprese che avevano



adottato questa gestione dei profitti aggressiva. Per le società di revisione, gli incentivi ad assecondare tali comportamenti hanno assunto la forma di incarichi di consulenza o di vario tipo, ben più redditizi della funzione di auditing. È stato riscontrato che quanto più alto era il compenso corrisposto a una società di revisione per servizi diversi dalla certificazione del bilancio, tanto più forte era la tendenza ad avvalersi di disinvolute pratiche contabili. Dal canto loro, gli analisti sono stati incentivati dai compensi collegati alle operazioni di collocamento che essi stessi contribuivano a promuovere. Gli analisti appartenenti alle grandi società d'intermediazione hanno infatti avuto la tendenza a prendere in considerazione solo le azioni di imprese potenzialmente in grado di offrire incarichi di collocamento e a formulare unicamente raccomandazioni di acquisto. Durante la fase rialzista delle borse, la prodigiosa abilità di tali professionisti nel prevedere gli utili di bilancio sembra aver accresciuto la loro credibilità presso gli investitori, senza peraltro suscitare particolari dubbi sul fatto che questa apparente preveggenza potesse essere riconducibile alle manipolazioni dei dati sui profitti messe in atto dalle stesse società dichiaranti.

Le implicazioni della vicenda Enron hanno fornito un importante impulso alle iniziative volte a ripristinare la qualità dell'informazione. Tra queste figurano sia i meccanismi autocorrettivi del mercato sia misure di nuova concezione da parte delle autorità di regolamentazione. Dopo aver perso i suoi clienti principali, la società di certificazione di Enron cerca ora di sopravvivere al procedimento penale promosso dal Dipartimento di Giustizia statunitense. Più in generale, le imprese sono divenute più riluttanti a richiedere servizi di consulenza ai loro revisori contabili, mentre alcune grandi società di certificazione hanno dichiarato che non svolgeranno più al tempo stesso mansioni di revisione contabile e di altro tipo per un medesimo cliente. Diversi

... nonché i revisori e gli analisti ad assecondare tali pratiche

Sono in corso iniziative per ripristinare la qualità delle informazioni ...

paesi stanno valutando possibili misure per avvicinare i revisori e separare le funzioni di auditing da quelle di consulenza. Gli analisti alle dipendenze di grandi società d'intermediazione finanziaria hanno subito un duro colpo in termini di reputazione, al punto che gli investitori istituzionali hanno cominciato a destinare maggiori risorse all'attività interna di analisi. Oltre a ciò, il procuratore generale di New York ha obbligato un importante intermediario mobiliare a sganciare i compensi degli analisti dai proventi dell'attività di sottoscrizione. Altre società d'investimento hanno annunciato provvedimenti analoghi.

... ma gli investitori richiedono standard di qualità più rigorosi

Resta da vedere se gli sforzi sin qui compiuti saranno sufficienti a rassicurare appieno gli investitori e a fronteggiare le distorsioni che la prossima fase rialzista inevitabilmente porterà con sé. Questi sforzi sono per lo più tesi a mitigare i conflitti d'interesse negli attuali meccanismi per la ripartizione dei costi dell'informazione. Tuttavia, i recenti avvenimenti hanno talmente scosso gli investitori da indurli a innalzare gli standard qualitativi delle informazioni richieste. Questo atteggiamento del mercato offre una preziosa occasione per elaborare e porre in atto misure aggiuntive che rafforzino gli incentivi a produrre informazioni di qualità.