

## 1. Quadro generale degli sviluppi: i problemi di trasparenza offuscano il clima di ottimismo del mercato

Negli ultimi mesi del 2001 gli investitori a livello mondiale hanno invertito la fuga verso la qualità e la sicurezza, iniziata durante l'estate, per assumere posizioni in previsione di un'imminente ripresa economica. L'edizione del dicembre 2001 della *Rassegna trimestrale BRI* rimarcava la resilienza dei mercati all'indomani degli attacchi terroristici dell'11 settembre. Nelle settimane successive quella resilienza è sfociata in ottimismo, e molti dei principali mercati azionari hanno registrato forti rialzi nell'ultima parte dell'anno, nonostante i deboli profitti segnalati e alcuni importanti fallimenti di imprese private. Agli inizi di novembre un analogo clima positivo ha pervaso i mercati del reddito fisso, determinando un restringimento degli spreads creditizi delle emissioni societarie e un'accentuazione delle curve dei rendimenti nei comparti del dollaro USA e dell'euro. Anche nelle economie emergenti i mercati azionari e obbligazionari sono stati generalmente sostenuti, e i problemi dell'Argentina non sembrano aver scoraggiato gli investitori.

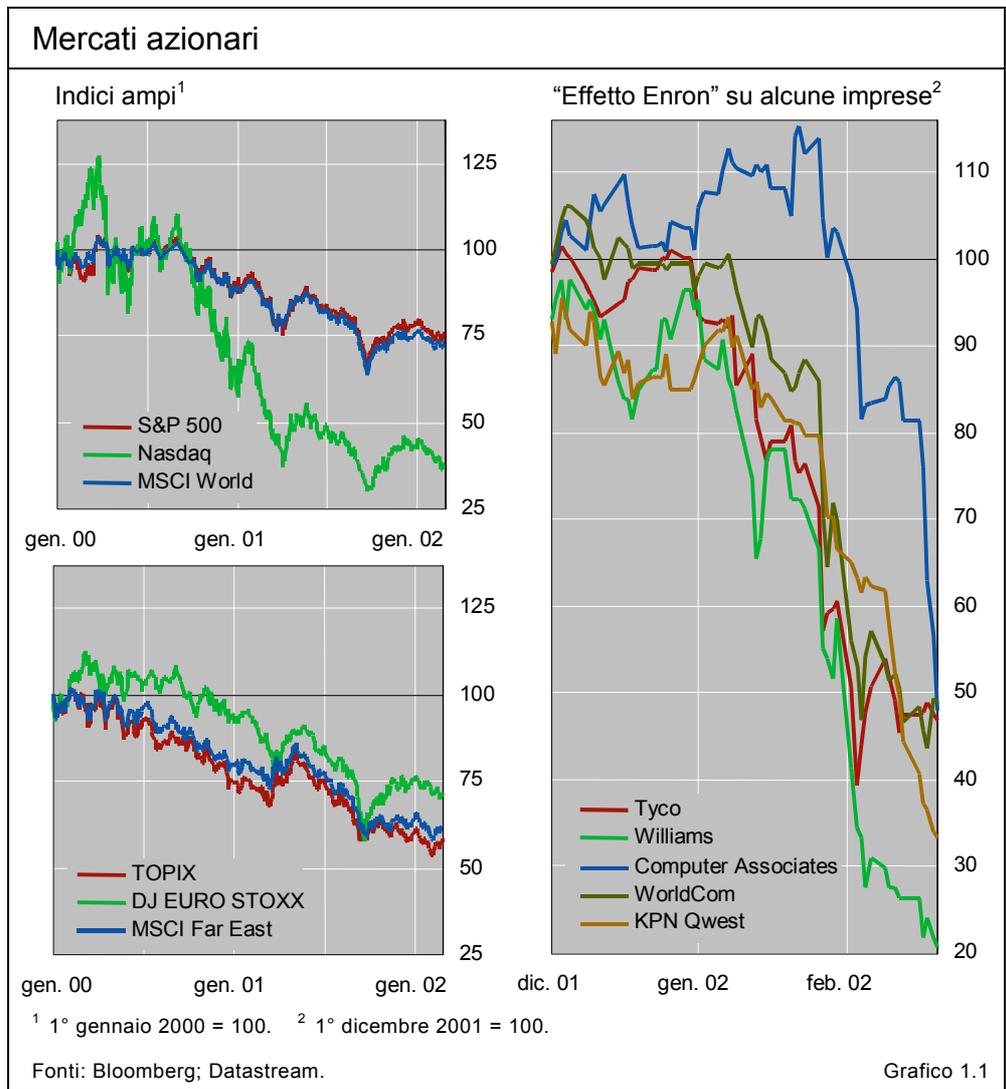
Agli inizi del gennaio 2002 le quotazioni azionarie e obbligazionarie nella maggior parte dei paesi incorporavano aspettative di una ripresa alquanto vigorosa intorno alla metà dell'anno. Gli investitori sono stati incoraggiati dalle misure di allentamento monetario poste in essere dalla Fed e dalla BCE, dai cenni di miglioramento degli indicatori macroeconomici – o quantomeno dall'interruzione della loro dinamica discendente – e dai progressi inaspettatamente rapidi della campagna militare guidata dagli Stati Uniti in Afghanistan. Nell'area industriale la generale svolta positiva non ha interessato il Giappone, dove nei primi due mesi di quest'anno gli investitori hanno mostrato un crescente scetticismo circa le prospettive di un'incisiva ristrutturazione del settore finanziario e di una prossima conclusione della fase recessiva.

Verso la fine di gennaio e gli inizi di febbraio una serie di rivelazioni sui retroscena del fallimento di un'importante società USA ha scosso la fiducia degli operatori. I mercati mondiali hanno perso ingenti guadagni al crescere dei timori riguardo all'affidabilità delle segnalazioni societarie in materia di profitti e di indebitamento. I particolari emersi su disinvolute procedure contabili e carenze negli assetti di governo aziendale hanno diffuso fra gli operatori

crescenti dubbi circa l'integrità delle informazioni su cui si basano i mercati finanziari. Gli investitori hanno penalizzato in particolare le azioni e obbligazioni di imprese ad alto grado di leva e di quelle con situazioni contabili relativamente poco trasparenti.

Nella prima settimana di marzo sono emerse indicazioni di un rinnovato ottimismo, estesi persino al Giappone. Negli Stati Uniti e in Europa gli operatori hanno rivolto la loro attenzione all'eccezionale revisione verso l'alto dei nuovi dati sul PIL statunitense per il quarto trimestre, che pronosticavano un anticipo della ripresa. In Giappone, il fatto che si lasciasse fallire la Sato Kogyo, un'impresa di costruzioni, è stato interpretato come il segnale di un nuovo, sano processo di ristrutturazione societaria, e ciò ha contribuito a rilanciare il mercato azionario.

Nel quarto trimestre le emissioni azionarie e obbligazionarie internazionali sono aumentate nettamente rispetto al terzo, sebbene l'attività per l'intero 2001 sia stata sensibilmente inferiore ai livelli osservati nel 2000. Le grandi società hanno continuato a sostituire l'indebitamento a breve con obbligazioni a più



lungo termine, assicurandosi in tal modo un finanziamento stabile, ancorché a costi più elevati. Trovando un'accoglienza inospitale nel comparto della commercial paper, taluni prenditori declassati di recente si sono rivolti al mercato obbligazionario. Nonostante la crisi in Argentina, gli emittenti dei settori pubblico e privato delle economie emergenti sono stati in grado di accedere ai mercati internazionali dei titoli di debito e dei prestiti consorziali, anche se il volume dei flussi è rimasto contenuto a causa della debole congiuntura mondiale.

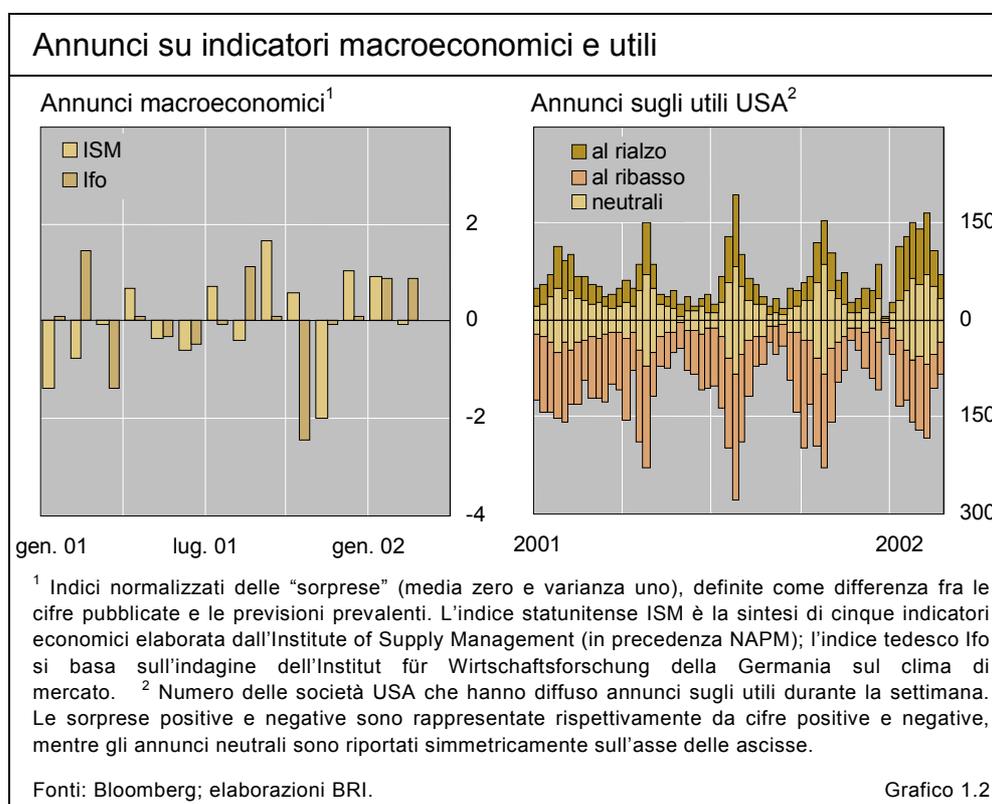
## Protratta ripresa dei mercati azionari

Mercati azionari in ripresa ...

La fase ascendente dei mercati azionari, iniziata a fine settembre 2001 e proseguita sino ai primi di gennaio, è stata la più lunga dall'aprile 2000 (grafico 1.1). Gli attacchi terroristici dell'11 settembre erano intervenuti dopo che una serie di indicatori economici sfavorevoli aveva già indebolito seriamente i mercati azionari mondiali. Dopo i bruschi cali nelle due settimane successive agli attentati, a metà ottobre le quotazioni azionarie erano tornate ai livelli precedenti gli attacchi. A metà novembre, il Nasdaq Composite era cresciuto del 33,5%, S&P 500 del 18,3% e MSCI World Index del 18,1% rispetto ai loro minimi di fine settembre.

... nonostante dati macroeconomici inizialmente deludenti ...

I mercati azionari hanno conseguito questi guadagni nonostante le deludenti notizie sull'economia globale derivate dagli indicatori tradizionali. Ad esempio, le cifre sull'occupazione USA nel settore non agricolo rese note agli inizi di novembre mostravano una perdita di 415 000 posti di lavoro in



ottobre, e l'indagine ISM per quel mese evidenziava un indice inaspettatamente basso, pari a 39,8 (grafico 1.2). In novembre il National Bureau of Economic Research confermava che l'economia statunitense era in recessione dal mese di marzo. Gli operatori sono parsi interpretare questo annuncio, corroborato dal fatto che le dieci fasi recessive negli USA tra il 1945 e il 1991 erano durate in media dieci mesi, come un'ulteriore prova che l'economia aveva raggiunto il punto di svolta inferiore e che la ripresa era imminente.

Nel corso del quarto trimestre gli investitori si sono mostrati sempre più fiduciosi nel fatto che le riduzioni dei tassi ufficiali della Federal Reserve, della BCE e di altre banche centrali, nonché l'espansione fiscale negli Stati Uniti, avrebbero assicurato una pronta ripresa. La Fed, in particolare, aveva abbassato il policy rate per un totale di 150 punti base in tre tappe nei due mesi successivi agli attentati. Tale opinione sembrava trovare conferma nei dati macroeconomici sorprendentemente favorevoli di Stati Uniti ed Europa, pubblicati in novembre e dicembre, e nelle stime preliminari che segnalavano una crescita – benché molto contenuta – del PIL statunitense per il quarto trimestre. Anche i dati sui profitti societari avallavano questo mutamento di clima. A differenza di quanto accaduto per gran parte del 2001, quando gli annunci dei risultati reddituali tendevano a deludere più che a confortare le aspettative, fra la fine del 2001 e gli inizi del 2002 vi è stato un sostanziale equilibrio fra sorprese positive e negative in termini di utili.

Una caratteristica di rilievo del mercato USA sono stati i livelli insolitamente alti toccati dai rapporti prezzo/utigli. Agli inizi del gennaio 2002 il ratio riferito all'indice S&P 500 superava di poco il valore registrato nell'aprile 2000, al culmine del boom dei mercati azionari. È plausibile attendersi che il rapporto prezzo/utigli basato su un indicatore tardivo dei profitti aumenti verso la fine di una fase recessiva, poiché il mercato tende ad anticipare un'impennata dei profitti durante la ripresa. Tuttavia, anche tenendo conto di ciò, i ratio degli inizi di quest'anno sono parsi eccezionalmente elevati. Negli ultimi tre mesi della recessione USA del 1990-91, ad esempio, tale rapporto era pari ad appena 18 (grafico 1.3).

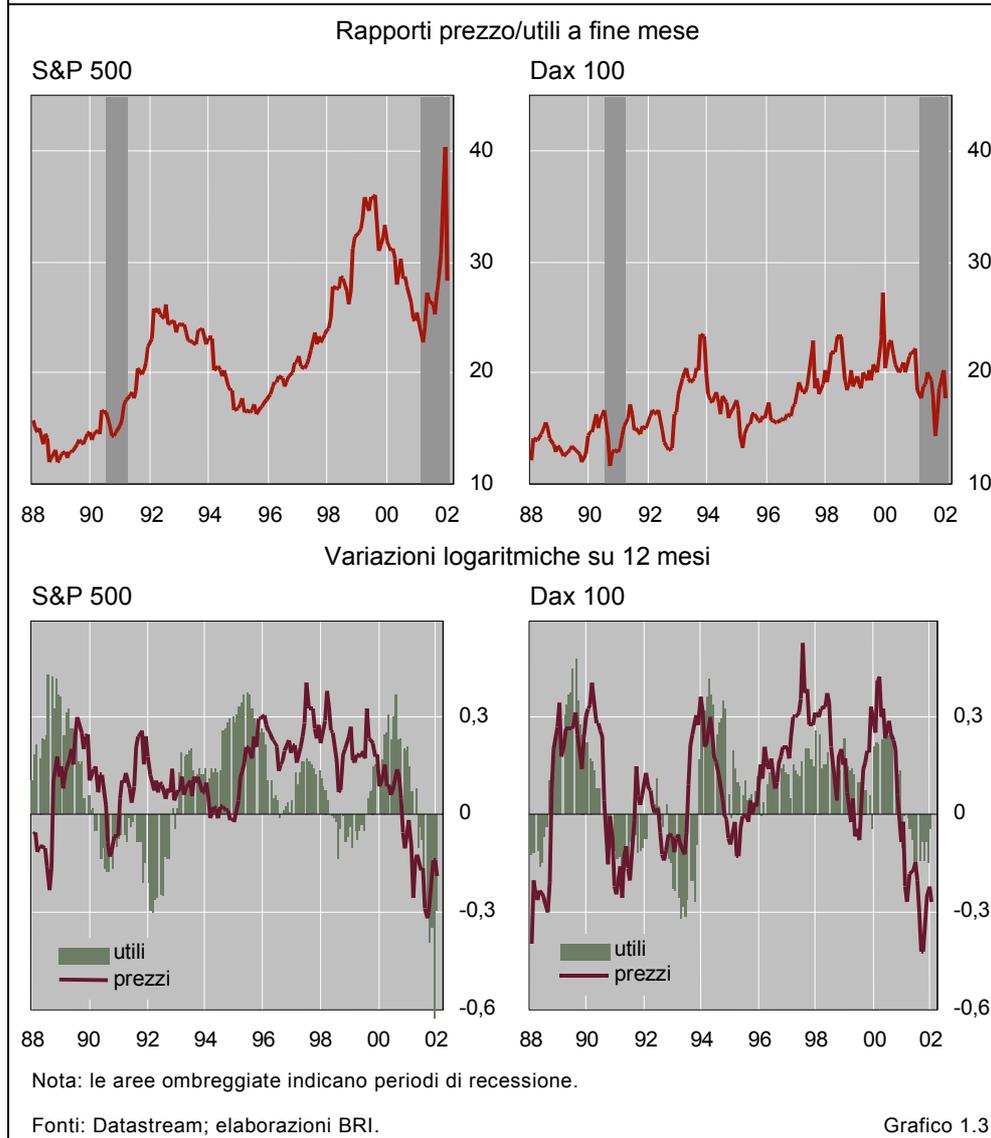
Contrariamente ad allora, però, all'origine degli elevati rapporti di capitalizzazione nel quarto trimestre 2001 vi è stato non tanto un aumento delle quotazioni azionarie quanto una flessione inopinatamente marcata dei profitti. Durante la recessione del 1990-91 questi ultimi si erano ridotti di circa un terzo, rispetto al calo del 47% registrato fra dicembre 2000 e dicembre 2001. Una quota significativa della forte contrazione del quarto trimestre 2001 è riconducibile a poste "una tantum", quali i costi di ristrutturazione e le svalutazioni dell'avviamento iscritte a fronte di precedenti acquisizioni. In altri termini, i rapporti prezzo/utigli sono stati sostenuti non solo dal clima di ottimismo, ma anche dagli sforzi delle società di stralciare investimenti incauti nel momento in cui l'attenzione del mercato era concentrata principalmente sulle prospettive future degli utili operativi. L'elevatezza di tali rapporti sembrava pertanto rimarcare due ipotesi chiave alla

... e sono in seguito sostenuti da notizie più favorevoli

Gli elevati rapporti prezzo/utigli ...

... rispecchiano rettifiche di valore "una tantum" e previsioni ottimistiche per il futuro

## Mercati azionari: prezzi e utili



base delle valutazioni del mercato: in primo luogo, gli utili operativi avrebbero recuperato molto più di quanto avvenuto nelle recessioni precedenti e, in secondo luogo, gli episodi di sopravvalutazione degli investimenti (che implicino successive svalutazioni dell'attivo) sarebbero stati più contenuti.

### Enron scuote la fiducia degli operatori

I mercati reagiscono alle notizie relative alla vicenda Enron ...

Gli eventi che si sono ripercossi più pesantemente sui mercati azionari nel quarto trimestre sono stati quelli connessi con il deterioramento della situazione finanziaria e il successivo fallimento della società energetica Enron. Il 16 ottobre il colosso USA ha rivisto le cifre relative ai suoi utili netti quadriennali dichiarati, ribassandole di \$591 milioni, e ridotto i mezzi propri di \$1,2 miliardi per tener conto delle perdite su transazioni con varie consociate

## Tre consociate, ascesa e caduta di Enron

Tre mesi dopo il fallimento di Enron continua a non essere chiaro quando e come il colosso statunitense dell'energia abbia guadagnato e perso dall'alterazione di documenti contabili. A tutt'oggi le informazioni più esaurienti sono contenute nel Rapporto Powers, una relazione di 203 pagine redatta da un comitato ristretto del consiglio di amministrazione della società. Secondo il rapporto, Enron aveva costituito entità strutturate in modo da "conseguire risultati di bilancio favorevoli, e non per raggiungere obiettivi economici reali o per trasferire il rischio"<sup>1</sup>. La trattazione che segue si basa in ampia misura su questa relazione nel delineare le caratteristiche di tali entità, e la integra con altre informazioni al fine di ricostruire alcuni degli avvenimenti che hanno condotto all'ascesa e alla caduta della società.

### *Tre consociate*

Enron ha istituito tre principali consociate per migliorare le cifre di bilancio (cfr. il quadro riepilogativo seguente). La prima di queste consociate, la Chewco, è stata creata nel dicembre 1997 allo scopo di stralciare dallo stato patrimoniale di Enron una partecipazione commerciale, la Joint Energy Development Investment (JEDI). Nel giugno 1999 Enron ha dato vita a una seconda società, la LJM1, impiegata per la creazione di uno special purpose vehicle (SPV), la Swap Sub, che fungeva a sua volta da controparte in transazioni di copertura, sotto forma di opzioni put, per proteggere la partecipazione di Enron nella Rhythms, un fornitore di servizi Internet controllato da privati. L'ultima entità, la LJM2, è nata nell'ottobre 1999 ed è stata utilizzata per creare quattro SPV, i cosiddetti "Raptors", anch'essi con funzione di controparte in diverse operazioni finalizzate alla copertura di varie partecipazioni commerciali, fra cui la TNPC, un'azienda per l'erogazione di energia.

Queste entità avevano in comune una pecca rivelatasi poi fatale: nessuna di esse era pienamente svincolata da Enron. Nel caso della Chewco, la sua indipendenza da un punto di vista tecnico-contabile comportava la sottoscrizione di una quota di capitale per \$12 milioni da parte di azionisti esterni, finanziata quasi per intero da un prestito bancario. Tale prestito, tuttavia, era garantito da contante per \$6,6 milioni della stessa Enron, che veniva di fatto ad essere esposta a un rischio. Nel caso di LJM1 e LJM2, Enron ha sostenuto entrambe le partecipazioni fornendo azioni proprie e opzioni su queste azioni, di cui le due consociate si sono avvalse per finanziare la Swap Sub e i Raptors. Ciò significa che l'integrità finanziaria di questi SPV dipendeva in modo cruciale dal mantenimento del valore di borsa del titolo Enron. Lo SPV che Enron impiegava come controparte per coprire la propria partecipazione nella TNPC era a sua volta sostenuto da warrants su azioni TNPC, il che rendeva strutturalmente impraticabile il meccanismo di copertura. Attraverso Swap Sub e Raptors, Enron effettuava in pratica operazioni di copertura con se stessa.

### *L'ascesa*

In un primo tempo i risultati contabili delle consociate non sembrano aver avuto un impatto sulla quotazione del titolo Enron. Nel 1998 e 1999 l'azione della società si è limitata a tenere il passo con l'indice generale del mercato USA (cfr. grafico). È stato nel 2000 che il suo prezzo ha cominciato a crescere: nei primi tre mesi dell'anno il guadagno è stato del 72%, contro il 3% soltanto dell'indice

## Le tre consociate e il loro impatto sugli utili dichiarati di Enron

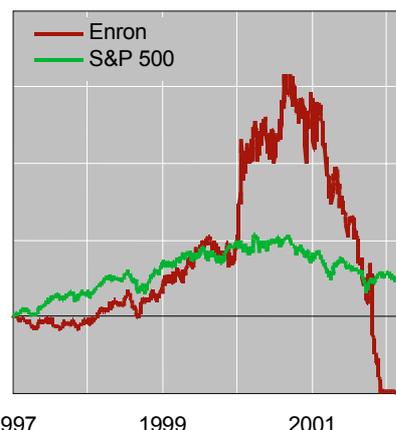
Data di istituzione	Consociata/SPV	Partecipazioni relative	Sopravvalutazione cumulativa dei profitti
Dicembre 1997	Chewco	JEDI	\$405 milioni
Giugno 1999	LJM1/Swap Sub	Rhythms	\$102 milioni
Ottobre 1999	LJM2/Raptors	TNPC e altre	\$1 077 milioni

Fonti: Rapporto Powers; elaborazioni BRI.

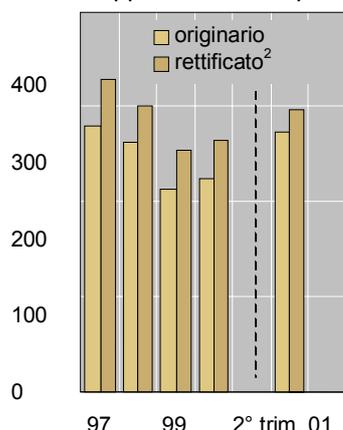
<sup>1</sup> Cfr. *Report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of Enron Corp* (Rapporto Powers), 1° febbraio 2002.

## Dati di bilancio e quotazioni azionarie di Enron

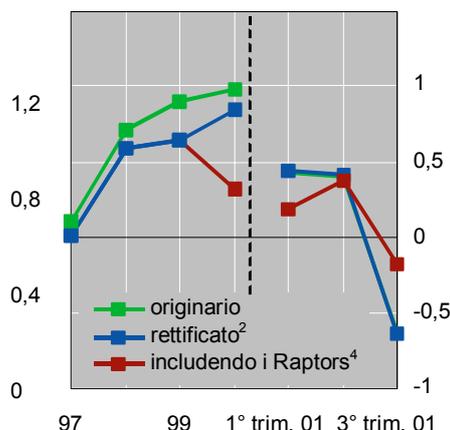
Quotazioni azionarie<sup>1</sup>



Rapporto debito/capitale



Utile netto<sup>3</sup>



<sup>1</sup> 1° gennaio 1997 = 100. <sup>2</sup> L'8 novembre 2001. <sup>3</sup> In miliardi di dollari USA. <sup>4</sup> In base al Rapporto Powers, pag. 133.

Fonti: Bloomberg; evidenze della SEC su Enron.

S&P 500. Tale quotazione sarebbe da attribuire alla performance dei profitti. A fine 1999 la società aveva dichiarato una crescita pari al 27%. In realtà, l'aumento era dovuto in ampia misura al ruolo svolto da Chewco e LJM1 nel dissimulare le perdite subite sulle partecipazioni JEDI e Rhythms. In assenza di questa sopravvalutazione contabile, l'utile sarebbe cresciuto solo del 9%, un terzo di quanto riportato in bilancio. A fine 1999, inoltre, la società aveva inizialmente dichiarato un indebitamento di \$8,1 miliardi. Un ricalcolo contabile farebbe innalzare tale cifra a \$8,8 miliardi, portando il rapporto passività/capitale proprio da 0,85 a 1,01.

Anche dopo lo scoppio della bolla speculativa del settore Internet nell'aprile 2000, l'azione Enron ha continuato a mostrare una dinamica sorprendente. In luglio la società ha annunciato un contratto ventennale con Blockbuster, una grande impresa di noleggio VHS, per la fornitura online di servizi video. In agosto la quotazione Enron ha toccato il suo massimo. Nell'anno 2000 il titolo ha guadagnato il 91% in termini di valore, mentre l'indice S&P 500 ha perso il 9%. Per quell'anno Enron aveva dapprima dichiarato un incremento degli utili del 10% ma, ancora una volta, tale percentuale non teneva conto delle perdite che si andavano accumulando nelle tre consociate. In questo caso, le perdite erano ampiamente riconducibili alla TNPC e alle altre partecipazioni che avrebbero dovuto essere coperte da LJM2 e dai connessi veicoli Raptors.

### La caduta

Nel 2001 il titolo Enron comincia a calare vertiginosamente. A inizio d'anno la società viene accusata da più parti di essere responsabile di una crisi energetica in California; in marzo viene annullato il contratto con Blockbuster. Di fronte al perdurante calo del titolo in borsa diviene sempre più evidente che la solidità finanziaria delle consociate è irrimediabilmente compromessa. Il 16 ottobre gli investitori vengono colti di sorpresa dall'annuncio di uno storno di utili al netto delle imposte (\$544 milioni) e una riduzione dei mezzi propri (\$1,2 miliardi); tali rettifiche evidenziano a bilancio le perdite occultate tramite LJM2 e Raptors. Già calata del 59% dall'inizio dell'anno, l'azione continua a scendere, perdendo un ulteriore 72% nelle tre settimane seguenti. L'8 novembre la società annuncia la rettifica retroattiva dei rendiconti finanziari dal 1997, riducendo l'utile netto nell'arco dei quattro anni per un totale di \$591 milioni. Questa revisione tiene conto delle perdite occultate da Chewco e LJM1.

Nei 15 giorni lavorativi seguenti il titolo scende in pratica a zero. Il 9 novembre Enron concorda la vendita del proprio capitale azionario alla Dynegy, una concorrente di piccole dimensioni, e il 20 novembre rende noto un prestito in scadenza per \$690 milioni. Il 28 dello stesso mese sia Moody's che S&P declassano il debito della società alla categoria ad alto rischio ("junk"), mentre la Dynegy revoca l'accordo di acquisizione. Il 2 dicembre Enron avvia la procedura fallimentare.

(cfr. il riquadro precedente). Il Nasdaq Composite e S&P 500 hanno reagito perdendo rispettivamente il 4,4 e l'1,9%. I mercati hanno nuovamente subito forti cali il 29 ottobre, nell'ordine del 3,9% per il Nasdaq e del 2,4% per S&P 500, a seguito del declassamento al grado Baa2 delle obbligazioni Enron da parte di Moody's. La probabilità di insolvenza entro i dodici mesi successivi associata a questa classe di rating era pari soltanto allo 0,16%; purtroppo, la società dichiarerà fallimento poco più di un mese dopo.

In gennaio e febbraio la pubblicazione delle situazioni contabili di varie imprese e delle risultanze delle autorità investigative ha determinato cali significativi degli indici di mercato. Tali ribassi, seguiti alle rivelazioni sulla distruzione di documenti relativi a Enron da parte del revisore dei conti, sono parsi rispecchiare timori circa la trasparenza di singoli bilanci e un più generale disagio sull'integrità delle informazioni su cui si basano i mercati. Per gli operatori uno degli aspetti più inquietanti della vicenda era il ricorso a transazioni con consociate strutturate in modo da produrre favorevoli risultati contabili. I dettagli sulla natura di queste operazioni, che sembra si protraessero da quattro anni, e le testimonianze sul ruolo della società di revisione hanno penalizzato più il Nasdaq che non S&P 500. Evidentemente, gli investitori hanno avuto la sensazione che le imprese tecnologiche costituenti la gran parte di questo indice stessero manipolando gli utili dichiarati, soprattutto attraverso il trattamento contabile delle acquisizioni. E difatti il 29 gennaio 2002 la notizia di ambiguità contabili a carico di alcune imprese ha fatto arretrare il Nasdaq Composite del 2,6%. Nondimeno, alcuni dei cali più pronunciati delle quotazioni nei due mesi considerati hanno interessato società quali Tyco (gruppo diversificato), Williams (società di rifornimento energetico) e WorldCom (grande impresa di comunicazione).

... e, più in generale, ai problemi di trasparenza

## Le curve dei rendimenti rivelano aspettative di una forte ripresa

Il clima di ottimismo dei mercati azionari ha cominciato a estendersi al segmento a reddito fisso agli inizi del novembre 2001, quando le curve dei rendimenti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro hanno assunto un'inclinazione insolitamente ripida. Dagli inizi di settembre a fine ottobre i rendimenti in dollari USA a tre mesi sono scesi di 120 punti base e quelli degli swaps decennali di 75 punti (grafico 1.4). Negli ultimi due mesi dell'anno gli interessi a breve hanno continuato a perdere terreno, sospinti dalle riduzioni del tasso obiettivo sui federal funds decise il 6 novembre e l'11 dicembre. Nello stesso periodo, i rendimenti a due o più anni sono risaliti ai livelli precedenti gli attentati. A fine anno lo scarto fra tassi decennali e trimestrali in dollari USA ha toccato il punto massimo dagli inizi del 1994, anche se i rendimenti a lunga erano ancora prossimi ai minimi raggiunti nell'autunno 1998 (grafico 1.5).

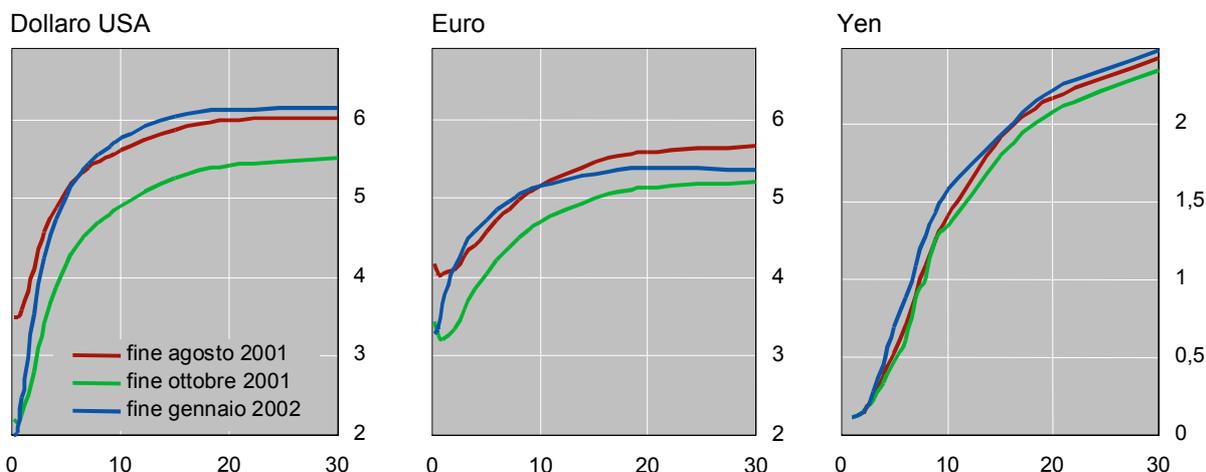
L'accentuazione delle curve dei rendimenti in dollari e in euro segnala un anticipo della ripresa ...

L'ascesa dei rendimenti USA a lungo termine iniziata ai primi di novembre è stata innescata da favorevoli indicatori economici, come il sorprendente recupero delle vendite al dettaglio e il calo nelle richieste di indennità di

... e il rientro di posizioni "rifugio"

## Curve dei rendimenti privati<sup>1</sup>

in percentuale



<sup>1</sup> Libor per scadenze a 3 mesi, 6 mesi e un anno; swaps su tassi d'interesse per scadenze da 2 a 30 anni.

Fonte: Bloomberg.

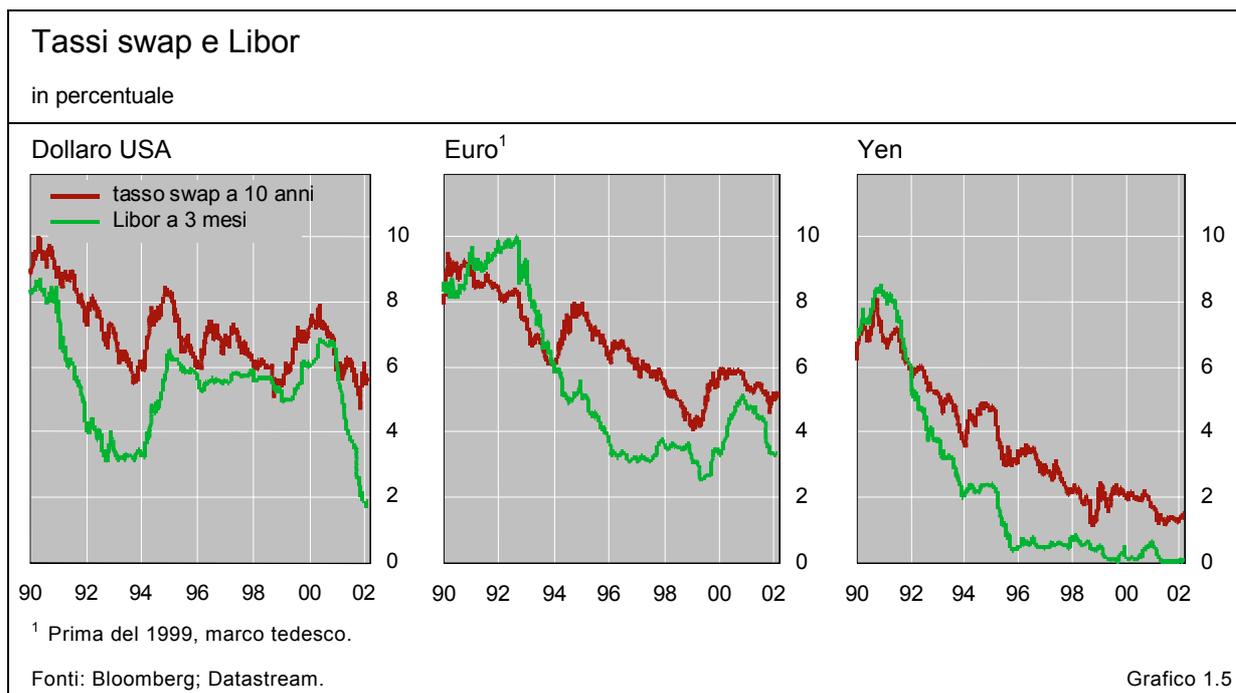
Grafico 1.4

disoccupazione. In aggiunta, i successi militari della coalizione anti-talebana in Afghanistan hanno contribuito al rientro di posizioni "rifugio", allentando i timori di un conflitto lungo e incerto.

Il differenziale fra i rendimenti biennali e trimestrali dei titoli del Tesoro è balzato da 40-60 punti base in ottobre a circa 140 punti in dicembre, segnalando che gli operatori avevano anticipato la data in cui prevedevano il ritorno a un orientamento più restrittivo della politica monetaria USA. I crescenti rendimenti pubblici a lungo termine potrebbero aver rispecchiato anche un rilassamento della politica fiscale. Tuttavia, il fatto che in novembre e dicembre i rendimenti swap siano aumentati persino più velocemente di quelli sui titoli di Stato indica che nel periodo a cavallo fra il 2001 e il 2002 gli incrementi hanno tratto principalmente origine da fattori più di fondo, che vanno oltre le condizioni di offerta sul mercato dei Treasuries. Anche le strategie con cui gli intermediari in titoli garantiti da ipoteca aggiustano la durata dei loro portafogli coprendo le posizioni in risposta a oscillazioni dei rendimenti obbligazionari potrebbero aver contribuito al forte rialzo di questi ultimi a fine 2001 (cfr. "I mercati degli strumenti derivati" a pag. 34).

L'impennata del Treasury bond trentennale a fine ottobre, quantunque spettacolare, ha fornito in effetti un ulteriore esempio del complesso ruolo svolto da fattori di offerta nel quarto trimestre. Il rendimento del titolo è sceso nettamente dopo l'annuncio, il 31 ottobre, che la nuova emissione sarebbe stata sospesa. Tuttavia, il rialzo è servito solo a far sì che l'obbligazione trentennale recuperasse terreno rispetto al rendimento decennale, in calo dopo l'11 settembre. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi a trenta e a dieci anni – aumentato sensibilmente verso la fine di settembre, quando il rendimento decennale era in calo, ma non così quello trentennale – è tornato ai livelli

Il ruolo dei fattori  
dal lato dell'offerta



osservati durante i primi otto mesi del 2001. Analogamente, gli spreads fra tassi swap a 30 anni e rendimenti pubblici si sono ampliati notevolmente dopo l'annuncio del Tesoro, ma solo per riportarsi ai livelli pre-attentati.

I rendimenti nell'area dell'euro hanno seguito da vicino quelli statunitensi. Ciò ha rispecchiato il taglio del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE l'8 novembre, nonché la prevalente sensazione che l'evoluzione economica delle due aree sarebbe proceduta in parallelo nell'immediato futuro. Tuttavia, l'inclinazione della curva dei rendimenti in euro, a differenza di quella in dollari, non risultava eccezionalmente ripida rispetto ai parametri storici (grafico 1.5). La debolezza dell'euro nei confronti del dollaro, accentuatasi nel nuovo anno, era inoltre in linea con la diffusa percezione che la ripresa nell'area dell'euro avrebbe avuto inizio più tardi, e forse con minor vigore, che negli Stati Uniti.

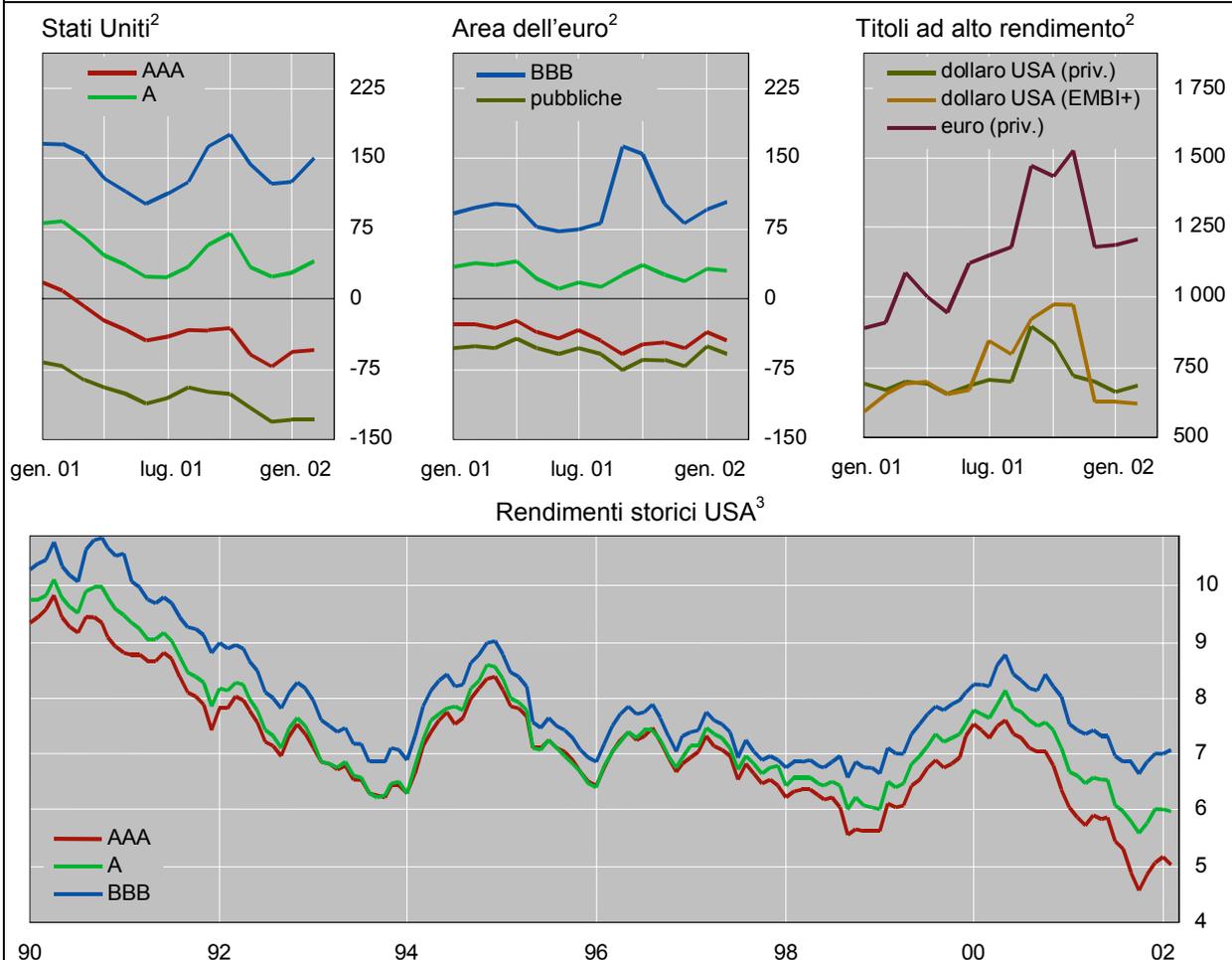
La curva dei rendimenti in euro rispecchia una convergenza con gli sviluppi transatlantici ...

La curva dei rendimenti si è accentuata anche in Giappone; tra la fine di ottobre 2001 e fine gennaio 2002 i rendimenti decennali sono cresciuti di 17 punti base, sebbene da un livello assai basso, mentre i tassi a breve sono rimasti praticamente invariati. Tuttavia, diversamente da Stati Uniti e area dell'euro, ciò non sembra dovuto a ottimismo circa le prospettive di ripresa. Al contrario, sono tornati a manifestarsi segni di apprensione riguardo alla solidità del settore bancario, stante l'impatto negativo dei decrescenti corsi azionari sui bilanci delle banche e l'incertezza sulle conseguenze della prevista riduzione della copertura assicurativa sui depositi a partire dal 31 marzo. Taluni investitori sembrano pertanto aver improntato a maggiore cautela la gestione delle loro attività in yen, compresi i titoli pubblici a lungo termine. Anche le principali agenzie di rating hanno mostrato un crescente scetticismo. Il 4 dicembre Moody's ha deciso di retrocedere di una posizione il debito interno

... mentre quella in yen sottintende una accentuata avversione al rischio

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

dati di fine mese



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

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 1.6

giapponese, e il 13 febbraio ha annunciato l'intenzione di procedere a un ulteriore declassamento di due posizioni. Dopo il fallimento di Enron e le difficoltà incontrate dall'Argentina, gli investitori si sono mostrati alquanto riluttanti ad acquistare titoli esteri in yen, con il risultato che nel quarto trimestre le emissioni internazionali nette in questa moneta sono divenute negative (tabella 3.3 a pag. 31).

### Mercati creditizi forti nel segmento a lunga e turbolenti in quello a breve

Il clima di ottimismo concorre a restringere gli spreads sul credito societario

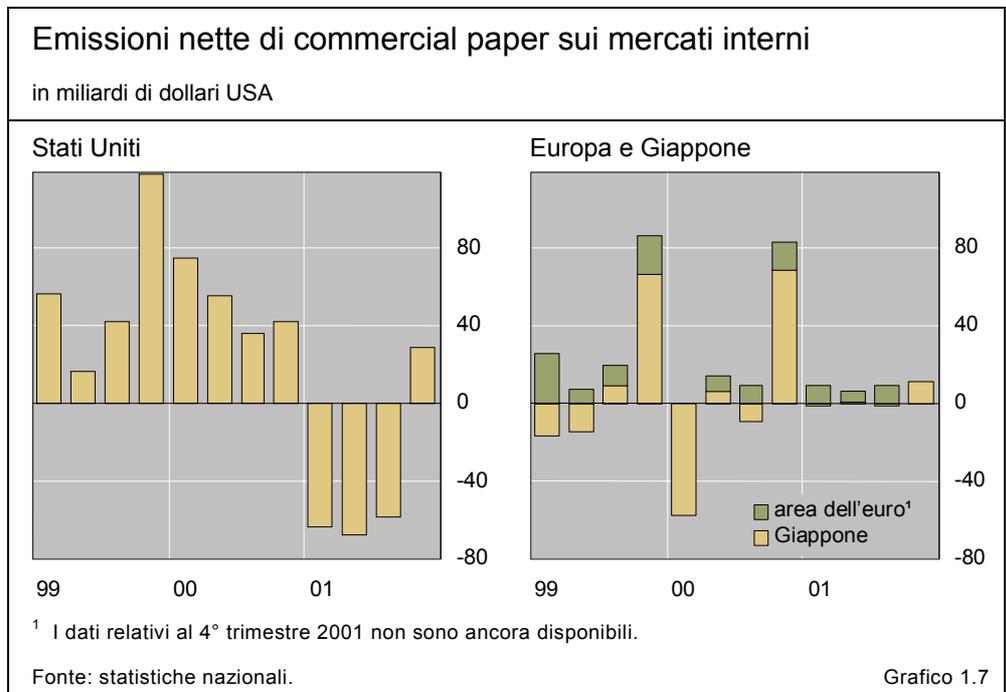
Nonostante alcuni importanti fallimenti societari e i declassamenti del merito di credito, negli ultimi due mesi dell'anno gli spreads sulle emissioni societarie sono calati, invertendo la tendenza all'ampliamento che aveva contraddistinto il terzo trimestre (grafico 1.6). Moody's ha segnalato una crescita dei tassi di inadempienza fino a dicembre, ma prevede che si stabilizzino agli inizi del

2002 per poi cominciare a scendere. I prenditori di qualità bancaria – anche quelli retrocessi dalle agenzie di rating, come Ford e AT&T – non hanno incontrato difficoltà a collocare titoli a lungo termine nel quarto trimestre. Le emissioni nette di strumenti di debito internazionali sono aumentate nettamente rispetto al periodo precedente (cfr. “Il mercato internazionale dei titoli di debito” a pag. 26). Tra la fine di gennaio e l’inizio di febbraio gli spreads creditizi sono tornati ad ampliarsi moderatamente a seguito di alcuni fallimenti societari e delle rivelazioni sulle discutibili pratiche contabili di Enron. Ne ha risentito in maniera particolare il debito di conglomerati complessi e di mutuatari ad alto grado di leva finanziaria.

Proseguendo la dinamica rilevata in precedenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*, nel quarto trimestre 2001 le emissioni nette di titoli a breve sul mercato internazionale sono state modeste, nonostante il sensibile aumento di quelle a lunga, specie da parte di residenti nell’area dell’euro. Lo stock in essere di commercial paper (CP) nel mercato interno USA è cresciuto di \$28 miliardi nel trimestre sotto rassegna, durante il quale l’attività di emissione è generalmente intensa, ma è sceso di \$161 miliardi per l’intero 2001 (grafico 1.7). Questa tendenza sembra essere proseguita nel nuovo anno. Il calo delle emissioni a breve rispecchia in parte le ridotte esigenze di finanziamento delle scorte da parte di grandi società, per effetto del rallentamento ciclico, ma vi ha altresì contribuito l’opportunità di assicurarsi rendimenti a lunga relativamente contenuti, anche a costo di pagare un premio su tassi a breve estremamente bassi.

I mutuatari continuano a sostituire il debito a breve con emissioni a più lungo termine ...

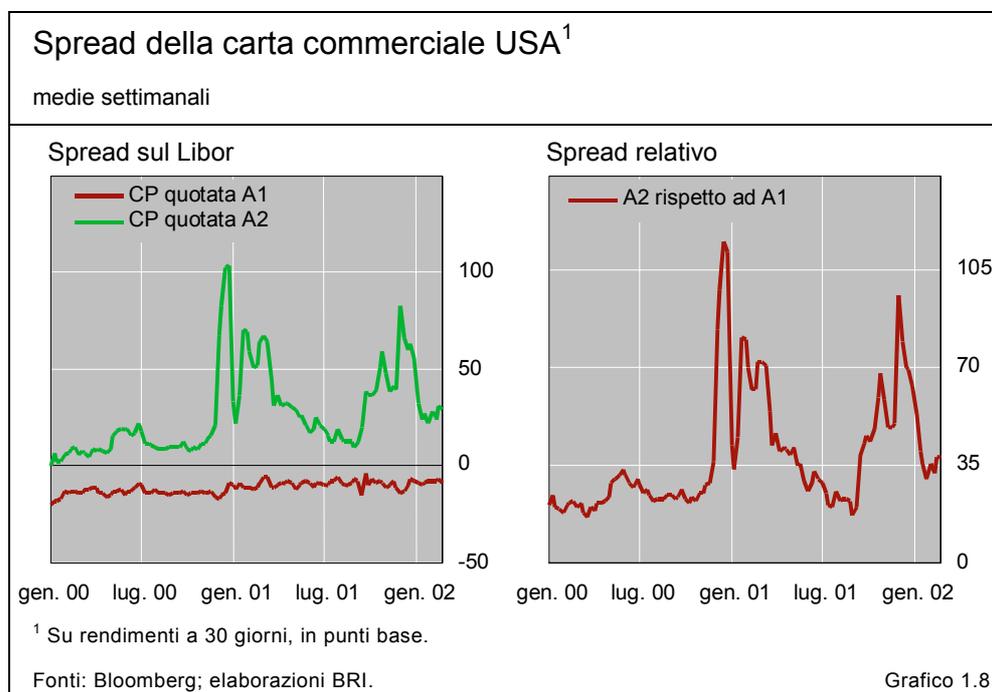
Per alcuni grandi prenditori, tuttavia, le emissioni di CP erano divenute proibitive a causa dei declassamenti del merito creditizio e dell’accresciuta



... in presenza di turbolenze sul mercato della CP

avversione al rischio degli investitori sul mercato monetario. In taluni casi i mutuatari si sono rivolti al mercato obbligazionario anche per esigenze di finanziamento a breve. Gli spreads creditizi sulla CP, la cui volatilità si era accentuata all'indomani degli attacchi terroristici di settembre, si sono ampliati nettamente dopo il fallimento di Enron in novembre, per tornare a ridursi agli inizi di gennaio e a stabilizzarsi in seguito (grafico 1.8). Alcuni osservatori hanno rilevato che le banche, tradizionali sostenitrici del mercato della CP mediante linee creditizie di appoggio, sono divenute più riluttanti a fornire tale sostegno negli ultimi tempi. Le ragioni di ciò potrebbero risiedere nell'accentuata rischiosità di questi impegni in periodo di recessione e, più in generale, nella maggiore attenzione che le banche hanno cominciato ad anettere alla gestione delle loro potenziali esposizioni al rischio di credito.

Il mercato dei derivati creditizi sembra aver reagito in maniera ordinata ai grandi fallimenti societari e all'inadempienza dell'Argentina. Questi eventi hanno forse costituito il banco di prova finora più importante della capacità di un mercato relativamente giovane di trasferire l'esposizione al rischio di inadempienza dagli acquirenti ai venditori di una protezione. Da alcune parti è stato sollevato il quesito se la precedente offerta di scambio dell'Argentina costituisse un "event of default" e se i titoli ricevuti in occasione di uno scambio precedente fossero consegnabili a termini del contratto. Nondimeno, gli operatori sono parsi fiduciosi nella soluzione di siffatti problemi e in una contenuta propagazione degli effetti a livello di sistema.



## Gli spreads delle emissioni sovrane diminuiscono nonostante l'inadempienza dell'Argentina

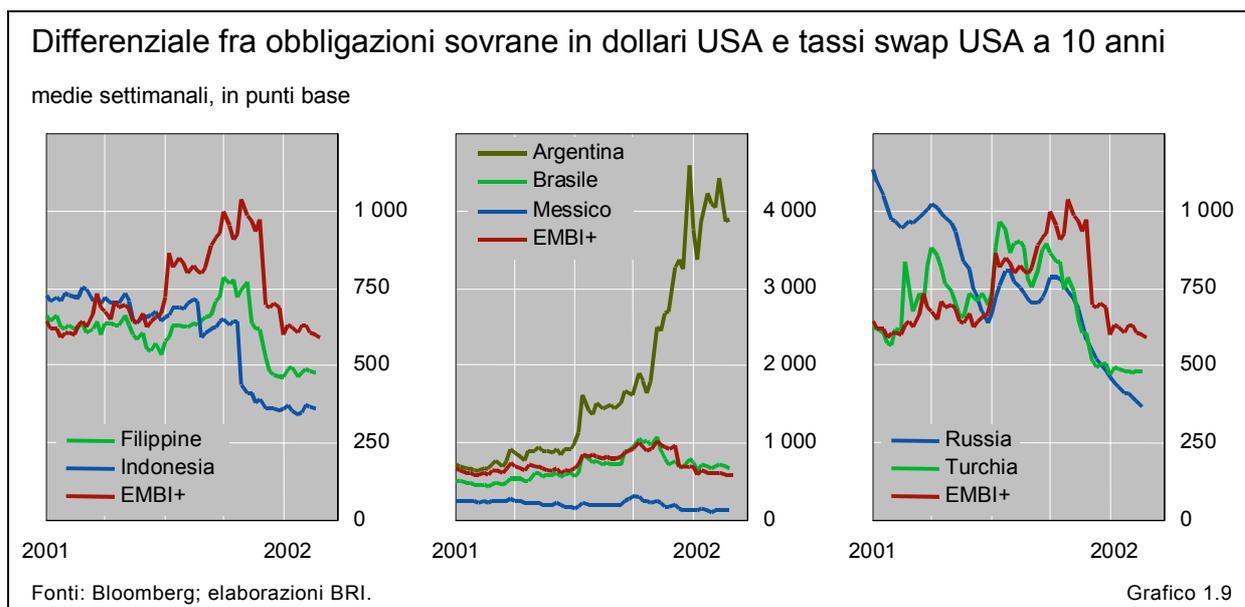
Nel periodo in esame l'accresciuta fiducia nelle prospettive di una ripresa globale si è anche rispecchiata nei prezzi di molte emissioni dei mercati emergenti, pur in presenza di un costante peggioramento della situazione in Argentina. A differenza del terzo trimestre, quando gli investitori avevano adottato un approccio prudente nei confronti di determinati mutuatari, come Brasile e Filippine, nel quarto i differenziali sono calati per la quasi totalità dei prestiti di quest'area (grafico 1.9). Ciò è in parte il risultato della continua ricomposizione dei portafogli a scapito dei titoli argentini, attuata dagli investitori orientati verso i mercati emergenti. A tale riguardo, è significativo il fatto che gli investitori non paiono aver reagito agli sviluppi in Argentina operando sostanziali rivalutazioni di prezzo del rischio.

Diminuiscono gli spreads sulle emissioni sovrane dei mercati emergenti

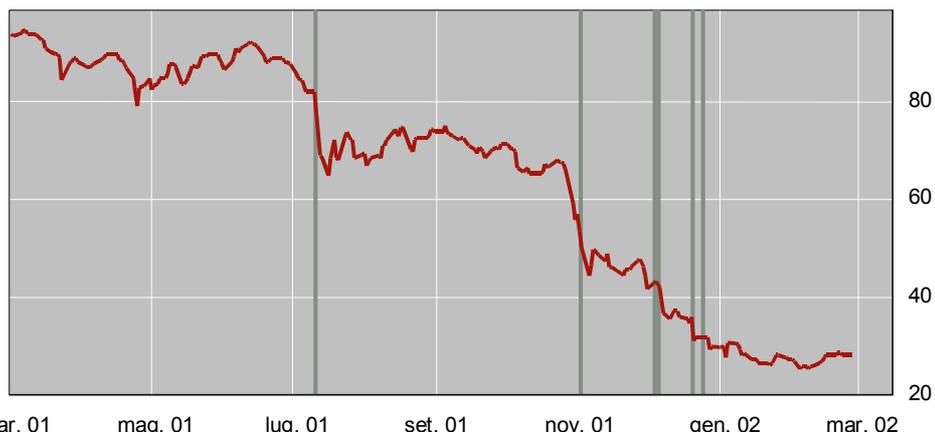
In effetti, talune economie emergenti sono state nettamente favorite dagli investitori allorché la crisi argentina era in atto. Sebbene le emissioni nette complessive dei prenditori emergenti siano rimaste contenute nel quarto trimestre, diversi emittenti sovrani dell'America latina – fra cui Cile, Colombia e Messico – sono riusciti a effettuare nuovi collocamenti sul mercato internazionale. Anche i mutuatari del settore privato di Messico e Brasile non hanno incontrato grosse difficoltà nell'ottenere prestiti bancari sindacati (cfr. "Prestiti consorziali internazionali: attività record nel settore dell'energia", a pag. 25).

Nuove emissioni da parte di vari paesi latino-americani ...

Gli investitori si sono altresì mostrati più ottimisti circa le prospettive delle economie dell'Estremo Oriente, e in particolare l'impatto del rallentamento dei settori tecnologici sulle esportazioni asiatiche. La borsa coreana ha guadagnato il 33,2% nel 2001 e il 38,6% da inizio ottobre; anche il mercato azionario di Taiwan, Cina ha registrato consistenti rialzi. Nel terzo trimestre i collocamenti netti di titoli di debito da parte di mutuatari dell'Est asiatico erano stati negativi, le emissioni azionarie internazionali annunciate erano rallentate



### Prezzo dell'obbligazione di Stato argentina<sup>1</sup>



Nota: le linee verticali marcano i seguenti avvenimenti: 10 luglio, alti tassi d'interesse corrisposti in sede d'asta; 1° novembre, annuncio di ristrutturazione del debito da parte dell'Argentina; 2 dicembre, imposizione di restrizioni alla convertibilità dei depositi bancari e di controlli valutari da parte del governo; 5 dicembre, rifiuto del FMI di erogare i fondi concordati; 20 dicembre, dimissioni del Presidente de la Rúa; 23 dicembre, annuncio di inadempienza dell'Argentina.

<sup>1</sup> Repubblica Argentina 11%%, emissione 1997, scadenza 2017.

Fonte: Datastream.

Grafico 1.10

... e di imprese private coreane

e i prestiti a prenditori dei mercati emergenti dell'Asia avevano subito una flessione; diversi paesi asiatici avevano inoltre ridotto i loro depositi presso banche estere (cfr. "Il mercato bancario internazionale", a pag. 17). Per contro, nel quarto trimestre hanno ripreso slancio i collocamenti azionari sui mercati internazionali da parte dei paesi di quest'area e le emissioni nette di titoli sono tornate su valori leggermente positivi. I mutuatari del settore privato coreano sono stati particolarmente attivi sui mercati internazionali delle obbligazioni e dei prestiti consorziali.

Gli sviluppi in Argentina esercitano un impatto contenuto ...

Una ragione del limitato influsso esercitato dagli sviluppi in Argentina sulle condizioni finanziarie di altre economie emergenti è che i mercati avevano già scontato un'elevata probabilità di inadempienza da parte di questo paese con diversi mesi di anticipo sul concretizzarsi dell'evento (grafico 1.10). Ciò contrasta con quanto accaduto nella vicenda Enron, dove la portata dei problemi è divenuta evidente solo poco prima del fallimento della società. I mercati avevano riconosciuto la reale probabilità di insolvenza dell'Argentina almeno dal 10 luglio 2001, quando il governo si era visto costretto a corrispondere tassi d'interesse eccezionalmente alti a un'asta su un'emissione interna. In quell'occasione il titolo pubblico più attivamente trattato aveva perduto il 5,1%. Il rischio presunto di insolvenza si è accresciuto ulteriormente in novembre, allorché il piano per la ristrutturazione del debito pubblico in essere ha ottenuto un'accoglienza negativa da parte degli investitori, ed è tornato ad aumentare agli inizi di dicembre, quando sono stati congelati i conti bancari e il FMI, rilevando i lenti progressi della riforma fiscale, ha sospeso l'erogazione di una linea creditizia concordata nel quadro di un precedente programma di sostegno. Dopo i tenaci tentativi del paese di difendere il regime di "currency board" e un periodo di forti agitazioni sociali e politiche, a fine

... sia prima che dopo l'annuncio di moratoria

dicembre è seguito l'annuncio della moratoria dei pagamenti del debito estero per \$132 miliardi.

Nel primo trimestre 2002 il nuovo governo si è strenuamente adoperato per definire un nuovo quadro di riferimento che prevedeva, in una prima fase, un doppio regime di cambio e, successivamente, la libera fluttuazione (e ampio deprezzamento) della valuta. Nonostante le incerte prospettive, tuttavia, i problemi dell'Argentina non sono sembrati propagarsi ad altri paesi latino-americani, né hanno provocato perturbazioni di rilievo al sistema finanziario globale. Le imprese fortemente esposte nei confronti del paese, in particolare banche estere, dovranno necessariamente stralciare una quota delle loro operazioni. Nondimeno, pare che la maggior parte dei creditori sia riuscita a ridurre le proprie esposizioni a livelli accettabili nei mesi precedenti la dichiarazione di inadempienza. Conseguentemente, essi sono stati in grado di assorbire l'impatto della moratoria senza dover liquidare repentinamente una grande quantità di titoli emessi da altri prenditori sovrani per coprire le perdite nei confronti dell'Argentina.