

## 1. Quadro generale degli sviluppi: si aggrava la crisi di fiducia, diffondendosi ad altri comparti

Nel secondo trimestre 2002 e agli inizi del terzo i mercati finanziari globali sono stati colpiti da una serie di eventi che hanno disorientato gli operatori, intaccando il clima di fiducia. L'evento più significativo, verificatosi intorno alla fine di giugno, è stato la rettifica dei risultati contabili di WorldCom, una grande società di telecomunicazioni USA. Sono stati con tutta probabilità i timori di più diffusi problemi nel settore delle imprese ad accelerare in luglio la caduta dei mercati azionari sia negli Stati Uniti che in Europa. Il clima negativo si è esteso persino a un comparto che aveva in precedenza mostrato una buona tenuta, quello dei titoli societari, dove le emissioni sono rallentate a fronte di un ampliamento degli spreads creditizi. In agosto l'assenza di ulteriori cattive notizie è sembrata ristabilire un certo grado di fiducia, e sono emerse indicazioni di un ritorno degli investitori ai mercati azionari e a quelli delle obbligazioni private.

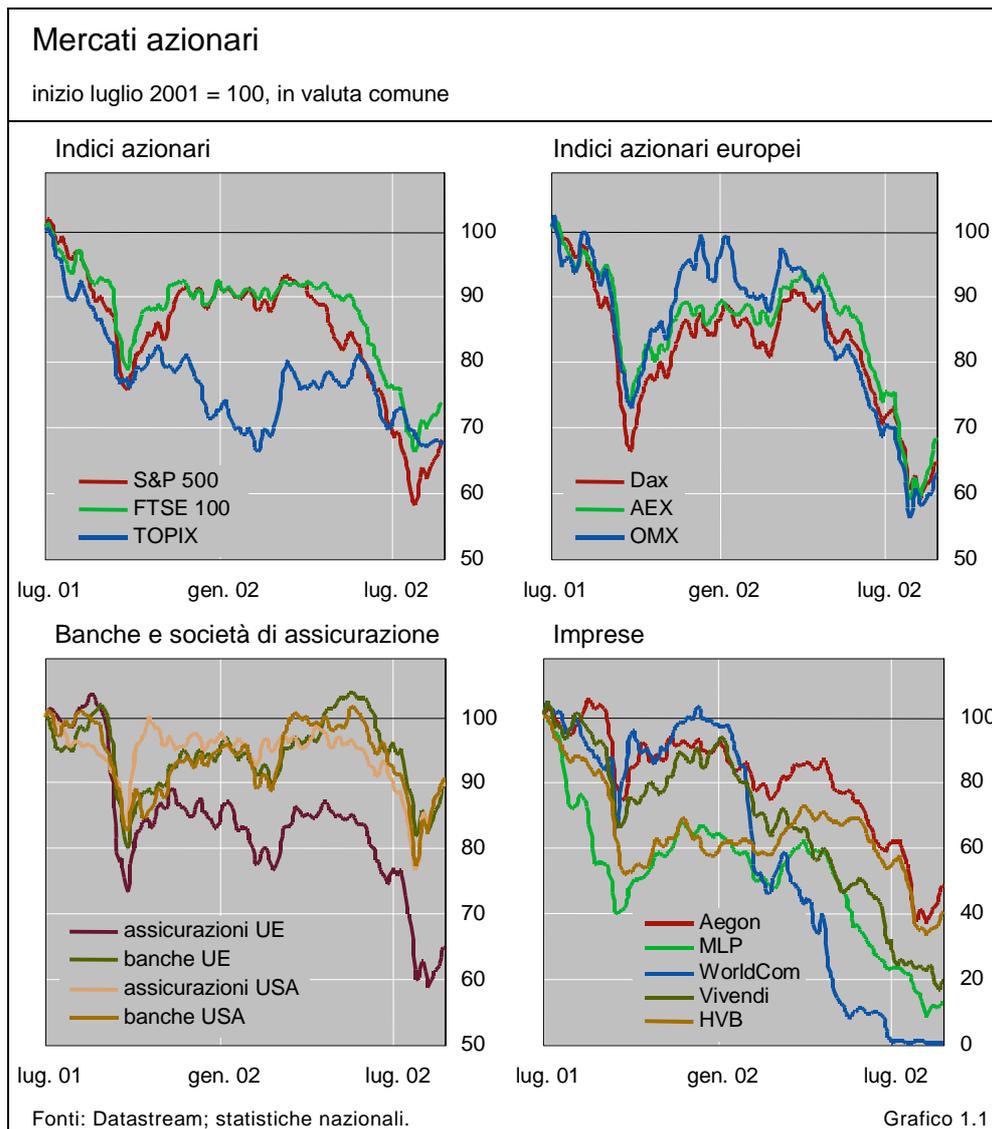
Rispetto a episodi precedenti, il settore finanziario non è uscito altrettanto bene dalla recente fase di debolezza dei mercati. In luglio i corsi azionari delle società assicurative europee sono scesi al disotto dei livelli toccati dopo l'11 settembre 2001. Le banche in Europa e le società finanziarie negli Stati Uniti hanno non solo perso in termini di capitalizzazione di borsa, ma anche subito un ampliamento degli spreads sul loro debito. Per un certo periodo i timori degli operatori sul rischio di controparte associato alle primarie banche commerciali hanno cominciato a riflettersi anche sui differenziali di swap. Questi sviluppi hanno minacciato di coinvolgere la stessa intermediazione finanziaria, aggravando forse le difficoltà del settore non finanziario nella raccolta di fondi.

L'accresciuta avversione al rischio su scala mondiale ha acuito i problemi economici e politici interni di diversi paesi emergenti. Gli investitori hanno penalizzato in misura maggiore le economie in cui i dubbi circa la sostenibilità dell'onere debitorio hanno coinciso con incertezze di natura politica. Al tempo stesso, gli spreads sul debito sovrano hanno avuto la tendenza ad aumentare di pari passo con quelli sui titoli societari di bassa qualità. Nondimeno, anche se le emissioni obbligazionarie dei paesi emergenti sono rallentate in luglio, i mutuatari con più alto merito di credito sono riusciti a mantenere il loro accesso al mercato.

## La crisi di fiducia provoca la caduta dei mercati azionari

Proprio quando gli operatori sembravano aver superato la situazione determinata in seguito alle rivelazioni contabili che hanno portato al fallimento di Enron, il clima di fiducia è stato ripetutamente intaccato da una serie di turbative di diversa natura. A cavallo fra maggio e giugno 2002 le segnalazioni circa possibili nuovi attacchi terroristici e le crescenti tensioni politiche fra India e Pakistan hanno condotto a un'ondata di vendite sui mercati azionari di Stati Uniti ed Europa (grafico 1.1). Mentre in maggio la borsa di Tokyo era riuscita a evitare una caduta delle quotazioni, in giugno le segnalazioni in merito alle indagini delle autorità USA sui produttori di memorie per computer hanno esercitato un impatto negativo sugli indici tecnologici giapponesi, costituendo uno degli eventi che hanno associato la piazza nipponica alle sue controparti statunitensi ed europee. Il colpo più significativo inferto alla fiducia degli investitori su scala mondiale sarebbe stato la rettifica per \$3,8 miliardi del risultato economico di WorldCom, un colosso statunitense delle telecomunicazioni, annunciata il 25 giugno. Nel giro di pochi giorni anche il produttore USA di macchine fotocopiatrici Xerox ha rettificato la propria situazione contabile,

Il più grave colpo alla fiducia proviene dalle rettifiche dei profitti societari



mentre la stampa francese denunciava il tentativo di Vivendi Universal, società operante nel settore dell'informazione, di gonfiare i profitti.

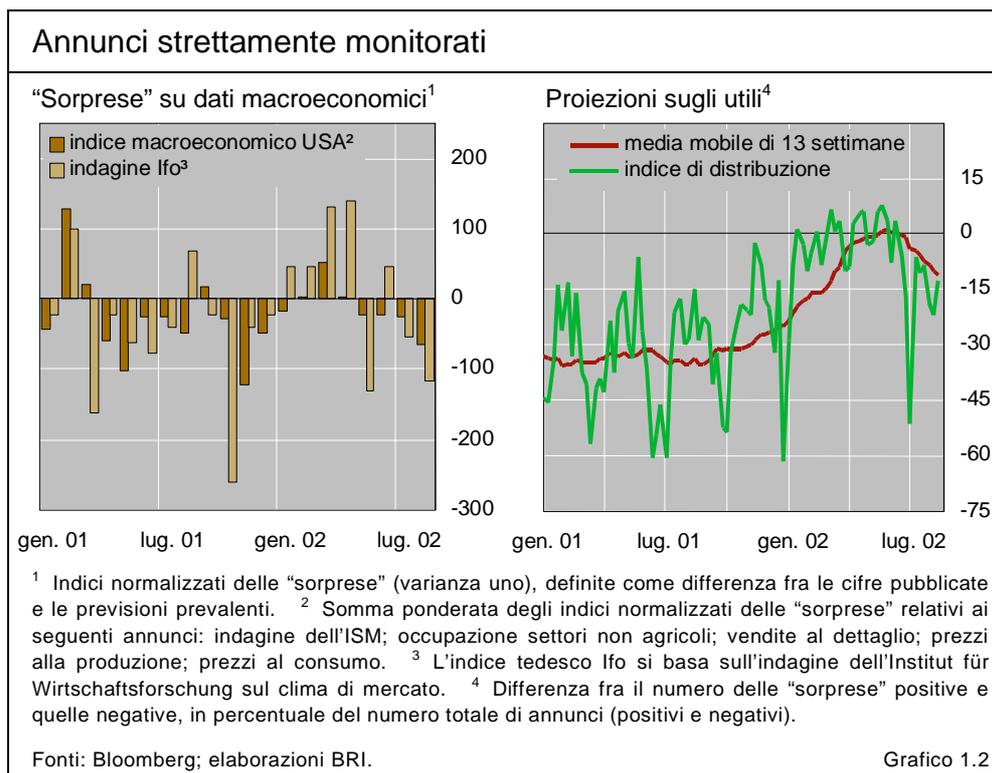
Questa serie di eventi ha determinato il più accentuato declino bimestrale dei mercati azionari mondiali dal settembre 2001. In termini di valuta locale, fra il 21 maggio e il 23 luglio l'S&P 500 e l'FTSE 100 hanno perso il 26%, il Dax il 30% e il TOPIX l'11%. Alla fine di questo periodo le quotazioni statunitensi erano scese a livelli non più osservati dall'aprile 1997. Il contestuale apprezzamento dell'euro ha persino amplificato le perdite su titoli USA detenuti da residenti nell'area dell'euro. La crisi di fiducia, tuttavia, non è sfociata nel panico; gli investitori hanno continuato a differenziare il proprio giudizio sui vari settori, penalizzando maggiormente quello delle telecomunicazioni.

Il forte calo dei mercati azionari in luglio è degno di nota per il modo in cui gli investitori operanti sulle piazze europee sembrano aver agito di concerto con i loro omologhi statunitensi in risposta a quello che poteva apparire come un evento contabile essenzialmente circoscritto agli Stati Uniti. La reazione immediata dei due gruppi di operatori alla rettifica di WorldCom il 25 giugno non è stata particolarmente drastica. In entrambi i casi i cali più pronunciati si sono concentrati in talune giornate fra il 10 e il 23 luglio, periodo in cui l'S&P 500 e il Dax hanno lasciato sul terreno rispettivamente il 13 e il 16%, mentre altri due indici europei hanno perso in misura ancora maggiore: l'olandese AEX il 19% e lo svedese OMX il 17% (grafico 1.1). In luglio sono emerse spiacevoli sorprese riguardo ad alcune imprese europee, fra cui le ingenti perdite su crediti segnalate dalla banca tedesca HVB e i deludenti annunci sugli utili della società assicuratrice olandese Aegon. I movimenti giornalieri delle quotazioni indicherebbero che la perdita di fiducia degli investitori statunitensi ed europei ha rispecchiato i comuni timori di più diffusi problemi nel settore societario. Ogni accenno di cattive notizie ha finito col rafforzare questi timori, indipendentemente dal fatto che riguardasse società americane o europee.

Un aspetto significativo degli sviluppi di luglio è stato il fatto che i prezzi azionari hanno palesato il calo di fiducia nel settore finanziario in misura maggiore rispetto al passato. Le quotazioni dei titoli assicurativi in Europa, che non avevano ancora recuperato appieno le perdite connesse con gli attacchi terroristici dello scorso anno, sono scese al disotto dei livelli toccati in seguito all'11 settembre. Questa volta, tuttavia, le perdite sono state originate dalle poste attive di bilancio; la redditività del capitale proprio e gli investimenti in obbligazioni private hanno registrato valori negativi. Sembra anzi che la caduta dei corsi sia stata ulteriormente amplificata dalle vendite "stop-loss" messe in atto dagli assicuratori al superamento dei limiti di solvibilità. Sia negli Stati Uniti che in Europa anche le banche hanno subito considerevoli perdite in termini di capitalizzazione di borsa (grafico 1.1), dovute in parte alle loro esposizioni verso l'Argentina e a grandi fallimenti societari. Fra le istituzioni USA, Citigroup e J.P. Morgan Chase hanno visto arretrare le rispettive quotazioni a fine luglio, allorché sono state chiamate a testimoniare davanti al Congresso statunitense in merito al loro eventuale ruolo nel dissimulare i debiti di Enron.

Gli investitori USA ed europei reagiscono alle comuni preoccupazioni

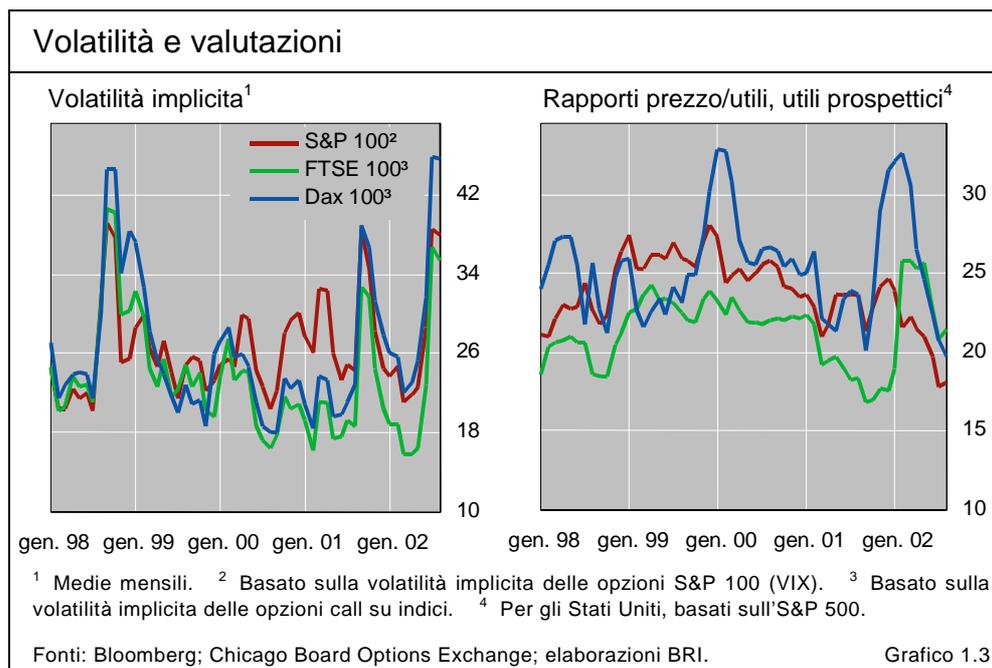
Colpito duramente il settore finanziario



Le borse valori hanno cominciato a recuperare in agosto, seppure dopo un avvio incerto. In un primo tempo, infatti, i mercati hanno accusato un cedimento allorché gli operatori sono tornati a rivolgere la loro attenzione ai dati sull'economia e sui profitti societari, tutt'altro che incoraggianti. In particolare, le cifre sull'occupazione non agricola negli Stati Uniti pubblicate il 2 agosto mettevano in luce un'economia sorprendentemente debole (grafico 1.2), e anche il numero degli annunci di risultati reddituali scadenti aveva ripreso a crescere. Nel resto del mese, tuttavia, l'assenza di ulteriori cattive notizie è sembrata rassicurare gli investitori, che sarebbero stati altresì confortati dalla tempestiva azione di dirigenti aziendali, legislatori e policymakers in merito al governo societario (cfr. il riquadro alle pagg. 12-13 sul Sarbanes-Oxley Act). È significativo a questo riguardo il fatto che il 14 agosto – scadenza per la certificazione dei bilanci da parte dei responsabili delle principali società statunitensi quotate in borsa – sia passato senza incidenti. Fra il 24 luglio e il 23 agosto l'S&P 500 e il Dax hanno guadagnato rispettivamente il 14 e il 5% in termini di euro.

Ad agosto le valutazioni espresse dalle proiezioni sugli utili erano tornate su valori prossimi alle medie storiche. In giugno e luglio i loro bassi livelli erano stati essenzialmente originati dagli incrementi del premio di rischio azionario, ravvisabili anche nell'accresciuta volatilità implicita nei prezzi dei contratti di opzione su indici azionari (grafico 1.3). Le revisioni delle aspettative di crescita dei profitti futuri sembrano aver svolto un ruolo marginale in tale processo di aggiustamento. Nella misura in cui continueranno ad attenuarsi le incertezze circa le pratiche contabili delle imprese, i premi al rischio sono destinati a ridursi e le valutazioni a crescere. Tuttavia, a titolo di esempio, le stime sui

Recupero dei mercati statunitensi ed europei in agosto



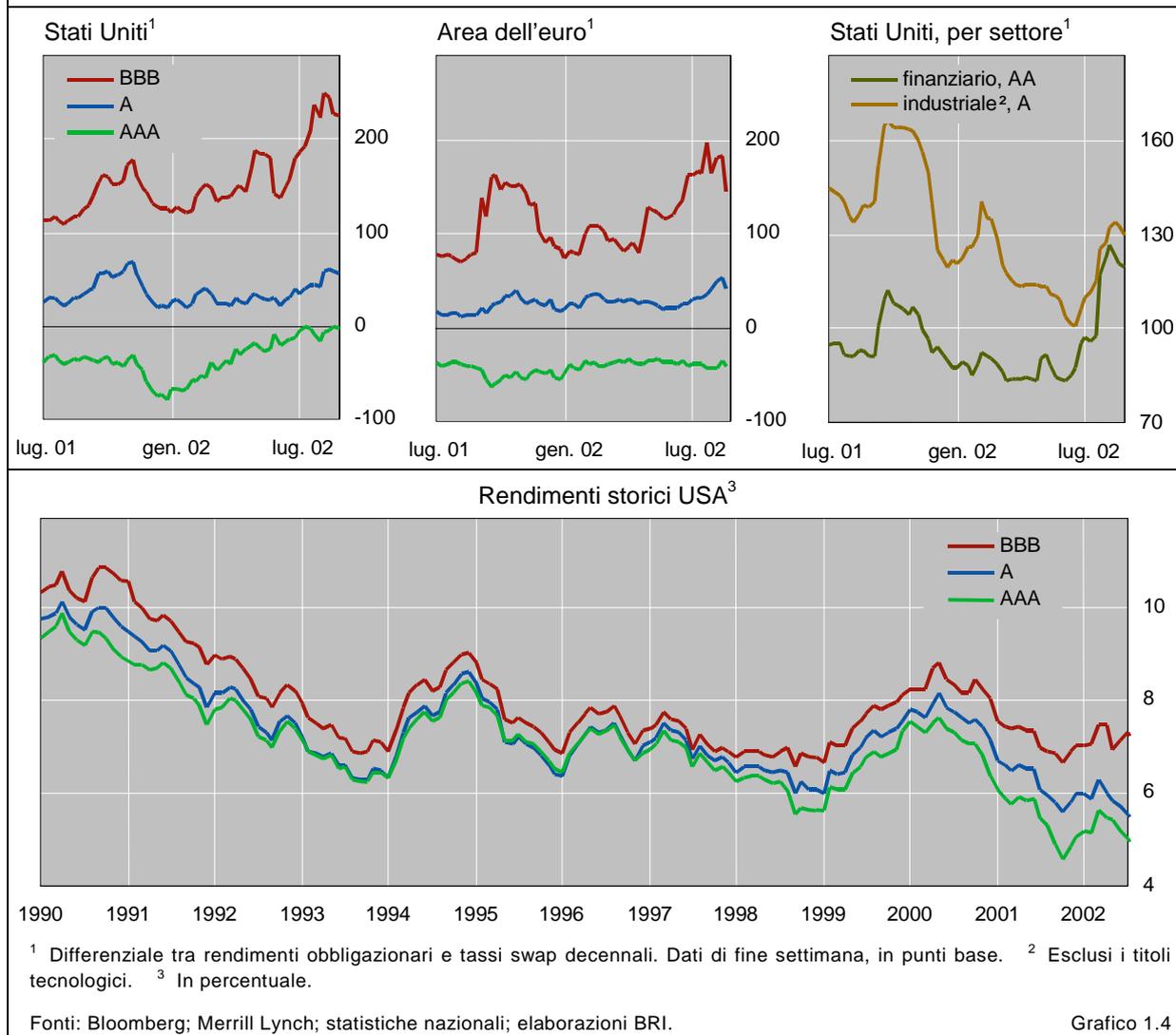
profitti a un anno per l'S&P 500 superano tuttora del 50% quelle sugli utili correnti. Resta da vedere se le valutazioni continueranno ad adeguarsi ai mutamenti nelle aspettative di crescita dei profitti.

### Colpito anche il mercato delle obbligazioni societarie

Anche il comparto delle obbligazioni societarie, che aveva in passato dato prova di buona tenuta, è stato interessato dal calo di fiducia che ha investito il mercato azionario. Per gran parte del 2001 e agli inizi del 2002 i corporate bonds erano stati il punto di forza del sistema finanziario mondiale; le società che non potevano raccogliere fondi sui mercati bancario, azionario e della commercial paper (CP) erano comunque state in grado di accedere al mercato obbligazionario, dove gli investitori continuavano a mostrarsi impassibili di fronte all'aumento dei tassi di insolvenza e ai sempre più frequenti declassamenti del merito creditizio. Gli spreads sui titoli di qualità bancaria erano andati calando per quasi tutto il periodo, anche mentre le quotazioni azionarie proseguivano nella loro dinamica discendente. Nel febbraio 2002, tuttavia, la situazione ha cominciato a cambiare, prima con le rivelazioni che hanno portato al fallimento di Enron, e poi più drasticamente in luglio, in seguito alle carenze nel governo societario cui si è accennato in precedenza. Nel segmento del dollaro USA gli spreads fra obbligazioni a tripla B e swaps si sono ampliati di 57 punti base tra febbraio e giugno 2002, per crescere di altri 35 punti nel solo mese di luglio (grafico 1.4). Come si dirà più avanti (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito", a pag. 25), le emissioni internazionali di obbligazioni societarie da parte di residenti USA sono decelerate notevolmente in giugno e luglio. Anche in Europa, dopo un graduale incremento agli inizi dell'anno, i differenziali sui titoli societari sono aumentati nettamente in luglio, sebbene le emissioni siano rallentate in misura minore.

Il prezzo del rischio di credito sale nettamente in luglio ...

## Spreads sulle obbligazioni societarie e rendimenti USA



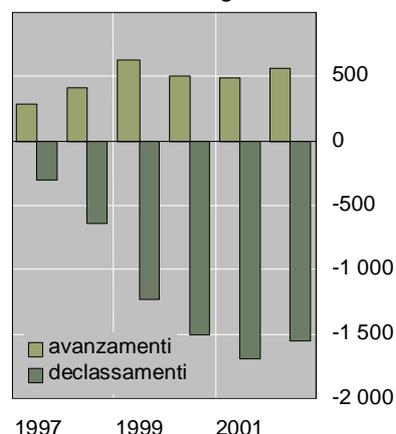
Così come per il mercato azionario, in agosto sono emersi segnali di un ripristino della fiducia, e la riduzione degli spreads che ne è conseguita ha prontamente incitato i mutuatari a far ritorno al mercato.

Paradossalmente, gli spreads societari hanno preso ad aumentare proprio nel momento in cui l'incidenza dei declassamenti del merito di credito cominciava a calare. Il numero delle società declassate dalle agenzie di rating aveva raggiunto il massimo nel 2001 (grafico 1.5). Fino allora, i declassamenti avevano di fatto avuto la tendenza a concentrarsi nella categoria BBB, provocando un'insolita serie di "fallen angels", ossia prestiti che hanno perso il loro rango di qualità bancaria. Sino alla metà di quest'anno la propensione al rischio degli investitori nei mercati delle obbligazioni private non è sembrata risentire particolarmente delle perdite connesse con questi declassamenti. In giugno, quando gli spreads BBB si sono ampliati, il numero dei nuovi "fallen angels" appariva già in calo. Evidentemente, la risposta degli operatori si basava non tanto su declassamenti e inadempienze, quanto sui generalizzati

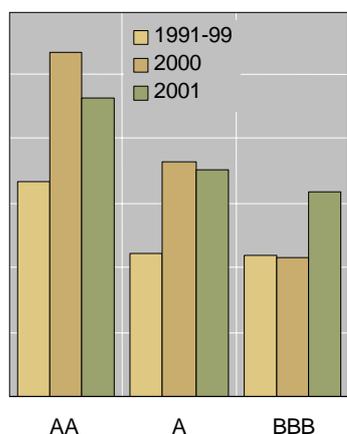
... nonostante i minori declassamenti

## Rating creditizi e rischio di declassamento

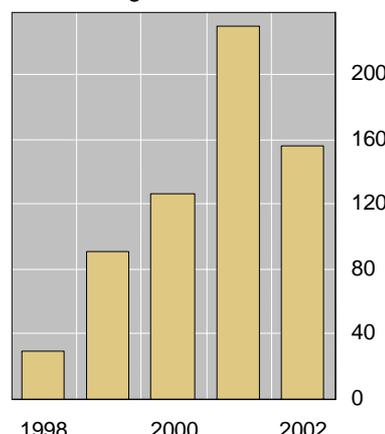
Variazioni nel rating<sup>1</sup>



Probabilità di declassamento<sup>2</sup>



"Fallen angels"<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Numero di imprese il cui rating è variato nel corso dell'anno; le stime per il 2002 si basano sui dati annualizzati fino a giugno. <sup>2</sup> Probabilità di un declassamento entro l'anno, in punti percentuali; comprende tutte le emissioni CreditPro di Standard & Poor's. <sup>3</sup> Numero di emissioni scese al di sotto della qualità bancaria; le stime per il 2002 si basano sui dati annualizzati del primo trimestre.

Fonti: Bloomberg; CSFB; Moody's; Standard & Poor's.

Grafico 1.5

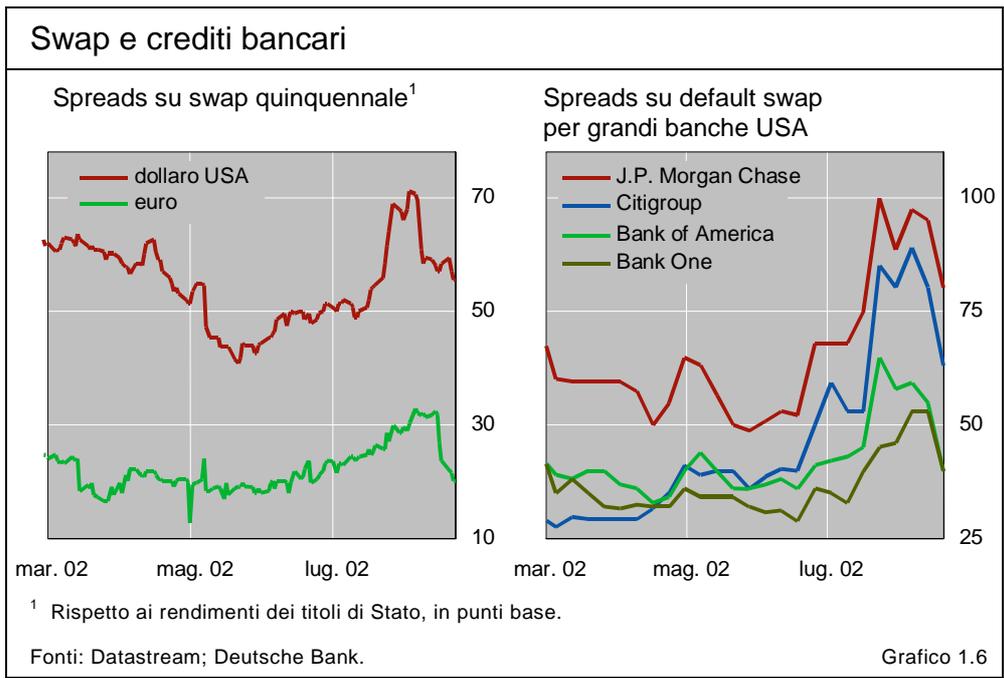
timori circa il governo societario che stavano incidendo pesantemente sui mercati azionari.

È da rilevare che le grandi istituzioni finanziarie sono state fra quelle più colpite dai timori sul merito di credito, e che ciò è avvenuto nel momento in cui il mercato azionario stava indebolendo anche la loro base patrimoniale. Durante il 2001 e agli inizi del 2002 tali timori si erano concentrati sulle società di telecomunicazioni sia in Europa che negli Stati Uniti. A metà del corrente anno, tuttavia, gli operatori hanno rivolto sempre più la loro attenzione alle compagnie di assicurazione e alle grandi banche. In Europa alcune di queste istituzioni hanno denunciato perdite inaspettatamente elevate nei loro portafogli azionari e obbligazionari. Negli Stati Uniti gli investitori sono stati colti di sorpresa dall'esposizione del sistema bancario ai grandi fallimenti. Di conseguenza, nel luglio scorso gli spreads creditizi delle istituzioni finanziarie quotate AA si sono ampliati a un livello quasi pari a quello delle imprese industriali con rating A (grafico 1.4). Poiché le società finanziarie operano con un alto grado di leva e basano la loro capacità concorrenziale su ristretti margini d'interesse, i maggiori costi della raccolta connessi con un abbassamento del merito creditizio possono indebolire la loro capacità di intermediare proficuamente il credito. In passato le società finanziarie statunitensi oggetto di un declassamento avrebbero cercato di ripristinare la loro affidabilità ricorrendo al capitale azionario, ma negli ultimi tempi questa strada è stata loro preclusa.

Per un breve periodo, il rischio di controparte ha rappresentato un problema significativo per il mercato degli swaps. I differenziali di rendimento fra swaps in dollari USA e titoli del Tesoro sono aumentati nettamente, rispecchiando la percezione di un accresciuto rischio associato ai principali intermediari USA in strumenti derivati. Tali differenziali erano cresciuti anche

I timori sull'affidabilità creditizia si diffondono alle imprese finanziarie

Torna a preoccupare il rischio di controparte



fra l'agosto e il settembre 1999, ma in quell'occasione l'incremento era principalmente da ricondurre a temporanee pressioni di liquidità originate dallo spostamento dell'attività di copertura dai Treasuries agli swaps. Nell'ultima settimana di luglio di quest'anno i differenziali sullo swap quinquennale in dollari sono cresciuti di 20 punti base (grafico 1.6), una variazione che ha coinciso con l'intensificarsi delle indagini di Congresso, Securities and Exchange Commission e Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti sul ruolo assunto dalle istituzioni finanziarie nella vicenda Enron. Nello stesso periodo sono aumentati anche gli spreads sui "credit default swaps" (CDS) per le grandi banche commerciali USA, e in particolare per le due sotto inchiesta. Ad agosto i differenziali di swap erano tornati ai livelli precedenti, anche se in alcuni casi quelli riferiti ai CDS sono rimasti relativamente elevati.

Ad aggravare le difficoltà incontrate dai mutuatari nel mercato delle obbligazioni private è intervenuto il calo – per la prima volta dalla sua istituzione – del segmento della commercial paper assistita da attività ("asset-backed commercial paper" – ABCP), che era stato tra gli ultimi a conservare una certa resilienza. Il comparto della CP ordinaria era in fase di contrazione già dal 2001: i declassamenti e la riluttanza delle banche a fornire linee creditizie di appoggio avevano reso difficile la raccolta per le imprese con rating del debito a breve inferiore ad A1/P1. In quanto mercato di strumenti collateralizzati, il segmento ABCP era rimasto immune dai problemi collegati al merito di credito. Nel 2002, tuttavia, le iniziative del Financial Accounting Standards Board statunitense, volte a modificare le regole di consolidamento contabile per gli "special purpose vehicles", hanno dissuaso i principali promotori di ABCP dall'espandere ulteriormente la loro attività in questo ambito.

Rallenta persino il mercato della CP garantita da attività

## L'avversione al rischio si propaga agli investitori dei paesi emergenti

Eventi interni e avversione al rischio scuotono i mercati emergenti

Parallelamente all'incremento degli spreads sulle obbligazioni private USA di qualità non bancaria, in giugno e luglio sono aumentati marcatamente anche i differenziali sul debito sovrano delle economie emergenti (grafico 1.7). I mercati finanziari di diversi paesi dell'area, segnatamente il Brasile, sono stati scossi da una combinazione di eventi interni e accresciuta avversione al rischio da parte degli investitori internazionali. In Brasile e Turchia le incertezze di natura politica associate ai crescenti timori circa la sostenibilità dell'onere debitorio hanno inciso pesantemente sui prezzi delle attività e sul valore della moneta. In Uruguay la crisi bancaria è stata accelerata dai deflussi di capitali originati dai prelievi effettuati da depositanti argentini, a loro volta sottoposti a pressioni di liquidità. L'effetto di questi eventi è stato quello di innalzare i premi al rischio in tutta l'area emergente, specie nei paesi con ampi disavanzi di bilancio o con un servizio del debito particolarmente gravoso. Ciò nonostante, per molti mutuatari con merito di credito elevato o in miglioramento, le condizioni di finanziamento sono rimaste favorevoli, dato che i più ampi spreads sono stati compensati dai minori rendimenti in dollari e in euro.

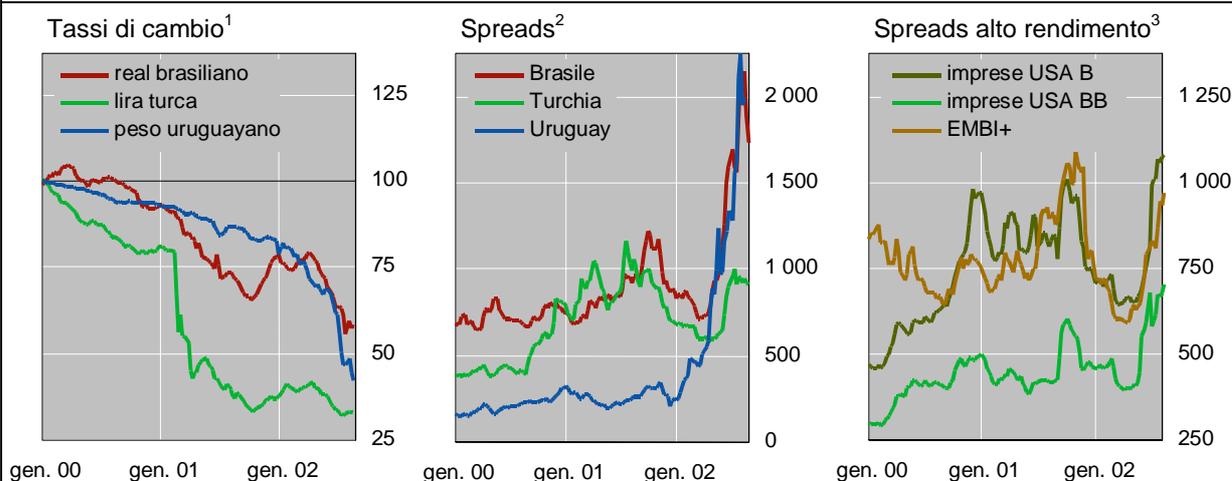
In Turchia il disagio causato dalle condizioni di salute del primo ministro e dalle improvvise dimissioni di alcuni esponenti di spicco del governo è stato all'origine di una fuga dalle attività finanziarie turche fra giugno e gli inizi di luglio. Il cambio della lira ha perso quasi il 15% durante quel periodo, e lo spread sul debito sovrano del paese denominato in dollari è cresciuto di oltre 400 punti base, a circa l'11%. Il raggiungimento di un compromesso ha rasserenato il clima politico in seno all'esecutivo, almeno fino alle prossime elezioni di novembre, mentre l'erogazione dei fondi concordati dal FMI ha in seguito stabilizzato la valuta e i prezzi del debito pubblico.

Le elezioni in Brasile destano preoccupazione fra gli investitori

In Brasile le incertezze connesse con le imminenti elezioni presidenziali e la sostenibilità del disavanzo di bilancio hanno esercitato una pressione analoga sulle attività interne, ma le caratteristiche strutturali del debito pubblico del paese hanno aggravato il problema. Gli investitori hanno cominciato a liquidare attività brasiliane allorché i sondaggi hanno rilevato che il candidato presidenziale della coalizione di governo stava perdendo terreno nei confronti degli aspiranti di altri partiti. L'ondata di vendite ha compresso il valore del real e spinto verso l'alto i tassi di rifinanziamento del debito pubblico. Visto che quest'ultimo è indicizzato in ampia misura al tasso di cambio del real, ne è conseguito un rapido aumento del debito e degli oneri per il suo servizio. Si è presto innescato un circolo vizioso, e fra la metà di aprile e la fine di luglio la moneta ha perso metà del suo valore. Lo spread sul debito sovrano del Brasile denominato in dollari si è pressoché quadruplicato nell'arco di quel periodo, salendo a quasi 2 400 punti base.

Ai primi di agosto l'annuncio di un programma di aiuti finanziari da parte del FMI per complessivi \$30 miliardi ha portato un temporaneo sollievo al paese. Peraltro, l'attuazione differita del pacchetto e lo scetticismo degli operatori sulle capacità dei singoli candidati alla presidenza di far fronte in

## Mercati emergenti



<sup>1</sup> Fine dicembre 1999 = 100. Un aumento indica un apprezzamento della valuta nazionale sul dollaro USA. <sup>2</sup> In punti base; spreads ponderati dei prestiti sovrani dei paesi emergenti rispetto a notes del Tesoro USA; elaborazioni di J.P. Morgan Chase. Per l'Uruguay, spread di un'obbligazione di Stato priva di cedola. <sup>3</sup> In punti base; per obbligazioni societarie USA, rispetto a notes quinquennali del Tesoro USA.

Fonti: Bloomberg; J.P. Morgan; Merrill Lynch; elaborazioni BRI.

Grafico 1.7

tempi brevi ai requisiti di bilancio da esso imposti hanno annullato buona parte dei guadagni conseguiti dopo l'annuncio. Ad acuire le rinnovate pressioni sulle attività brasiliane è intervenuto, pochi giorni dopo l'annuncio del pacchetto FMI, il declassamento da parte di Moody's del rating sul debito estero del paese alla categoria B2, cinque gradi al disotto del livello di qualità bancaria. Verso la fine di agosto gli spreads sovrani del Brasile si sono nuovamente ridotti grazie al crescente sostegno creatosi intorno al candidato presentato dall'esecutivo, all'apparente stabilizzazione del cambio e al generale calo dell'avversione al rischio.

Il vicino Uruguay è stato costretto nei primi giorni di agosto a chiudere gli sportelli bancari a causa del contagio proveniente dall'Argentina. Nel mese di giugno il paese aveva adottato un regime di libera fluttuazione della valuta di fronte al crollo ai minimi storici di peso argentino e real brasiliano. Le riserve della banca centrale hanno cominciato a calare vertiginosamente in luglio, nel momento in cui i depositanti argentini, impossibilitati a prelevare dai conti interni, hanno deciso di ritirare i loro risparmi dalle banche uruguaiane. Poco dopo gli Stati Uniti hanno messo a disposizione del paese un prefinanziamento di emergenza per \$1,5 miliardi, in attesa di un prestito del FMI di pari ammontare.

L'Uruguay colpito dal contagio

A riprova della perdurante capacità degli investitori di differenziare fra i vari prestiti dei mercati emergenti, i mutuatari a più alto rating sono stati colpiti in maniera relativamente blanda dagli effetti di contagio del Brasile. Nel secondo trimestre 2002 le emissioni di azioni e obbligazioni internazionali in Asia, escluso il Giappone, sono state massicce, grazie soprattutto al più ingente collocamento obbligazionario mai effettuato nella regione, un prestito di \$2,7 miliardi della società petrolifera malaysiana Petronas (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito", a pag. 25). L'attività di emissione pare essere rallentata all'inizio del terzo trimestre, ma i prenditori con merito di credito

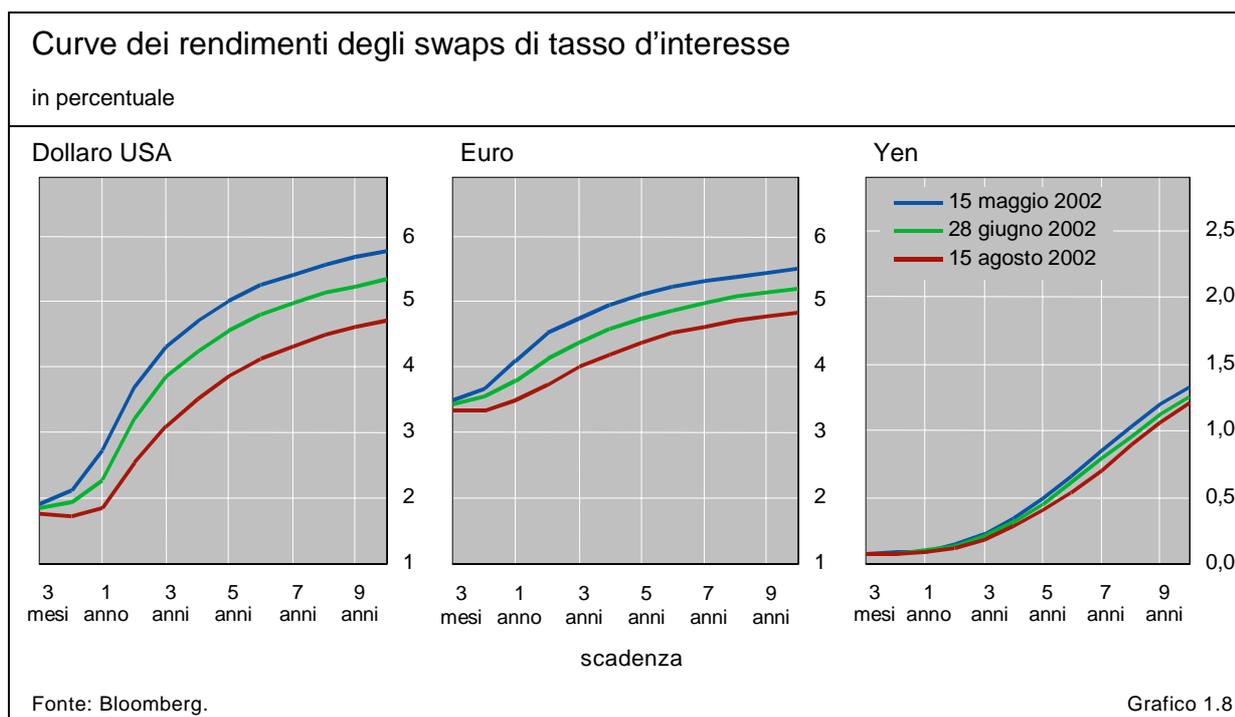
Restano bassi i costi dell'indebitamento per i mutuatari ad alto rating

elevato o in miglioramento hanno conservato un favorevole accesso ai mercati internazionali. Mentre i differenziali sono cresciuti in misura modesta in luglio e agosto anche per i prenditori di qualità bancaria come la Corea, il notevole calo dei rendimenti in dollari e in euro ha di fatto ridotto i costi dell'indebitamento per molti emittenti. Inoltre, gli investitori si sono mostrati ricettivi nei confronti delle "matricole": la banca centrale dell'Iran, ad esempio, è tornata a raccogliere fondi sul mercato obbligazionario internazionale per la prima volta dalla rivoluzione del 1979, collocando a fine luglio un prestito per €625 milioni.

### Dalle curve dei rendimenti emerge ottimismo nel lungo termine

Le variazioni delle curve dei rendimenti hanno messo in luce un accresciuto pessimismo circa le prospettive a breve termine dell'economia globale. In giugno e luglio, mentre l'attenzione dei mercati azionari e obbligazionari era focalizzata sul rischio di evento, gli investitori che assumono posizioni sui movimenti della curva di rendimento hanno continuato a concentrarsi sui dati di fondo dell'economia. Questi mostravano una decisa inversione fra i primi mesi dell'anno e il periodo estivo, quando le grandi speranze in una ripresa sostenuta hanno ceduto il passo ai timori circa un possibile "double dip" dell'economia reale. Il disappunto ha toccato il culmine il 31 luglio, con le deludenti stime provvisorie del PIL statunitense per il secondo trimestre, e il 2 agosto, allorché sono stati resi noti dati sorprendentemente bassi sull'occupazione USA nell'industria e nei servizi. Le curve dei rendimenti di swap, che erano rimaste relativamente stabili fino a metà maggio, hanno registrato una significativa inflessione nel trimestre successivo (grafico 1.8). Data la maggiore attenzione degli investitori ai dati congiunturali americani, l'inclinazione della curva dei rendimenti in dollari è stata più marcata rispetto a

Flessione della curva di fronte agli annunci deludenti



quella dell'euro. In Giappone, per converso, l'assenza di movimenti nella curva in yen ha rispecchiato una sostanziale invarianza nelle aspettative sull'economia nipponica.

I profili delle curve dei rendimenti in dollari e in euro nel segmento a breve hanno evidenziato un'inversione nelle aspettative di politica monetaria. Agli inizi dell'anno un'inclinazione relativamente ripida nelle scadenze brevi stava a indicare le attese di possibili aumenti dei tassi ufficiali. Ad agosto le curve presentavano un insolito appiattimento, scontando una distensione, più che un inasprimento, delle condizioni monetarie. La riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) del 13 agosto, che avrebbe palesato il corso della politica monetaria USA, è stato un evento atteso con particolare trepidazione. Di fatto, il FOMC ha deciso che non era il momento di abbassare i tassi ufficiali. Il giorno dopo i rendimenti swap a due anni in dollari sono scesi al 2,3%, un livello mai toccato in precedenza, e gli operatori sono sembrati convinti che la Fed avrebbe allentato le condizioni monetarie entro la fine dell'anno. In Europa, il crescente valore dell'euro ha contribuito a fugare i timori circa un possibile aumento dei tassi nell'immediato futuro.

Pur mostrando un maggiore scetticismo circa le possibilità di una ripresa dell'economia nel breve periodo, gli operatori sembrano aver condiviso un certo ottimismo per le prospettive a medio-lungo termine. Le curve dei rendimenti in dollari e in euro oltre le scadenze a un anno sono rimaste relativamente ripide. Se il calo dei rendimenti a lunga seguito alla riunione del FOMC in agosto ha messo in luce l'immediata delusione dei mercati per il mancato taglio dei tassi, il brusco aumento di tali rendimenti due giorni dopo ha invece rispecchiato una valutazione più positiva. A metà agosto il differenziale fra i rendimenti swap decennali e quelli a un anno ammontava a 281 punti base per il dollaro e a 135 punti base per l'euro. L'appiattimento delle curve nel segmento a breve e la loro ripida inclinazione in quelli a più lungo termine indicavano che l'atteso allentamento monetario sarebbe stato sufficiente a sostenere una robusta ripresa in futuro.

Le aspettative di un allentamento monetario appiattiscono le curve a breve ...

... mentre l'ottimismo a più lungo termine le mantiene ripide nelle scadenze medio-lunghe

### Operazione "bilanci puliti": il "Sarbanes-Oxley Act" del 2002

Il 30 luglio è stato approvato negli Stati Uniti il "Sarbanes-Oxley Act" del 2002. Esso rappresenta una risposta alla serie di irregolarità contabili che hanno scosso la fiducia degli investitori nei mercati azionari USA. I suoi principali obiettivi sono assicurare la trasmissione agli operatori di informazioni tempestive ed affidabili da parte delle imprese, migliorare il sistema delle responsabilità in capo ai dirigenti societari e promuovere l'autonomia della funzione di auditing. Con la ratifica della legge viene riconosciuta l'importanza di corrette informazioni sulle singole società per l'appropriato funzionamento dei mercati nell'allocazione del capitale<sup>①</sup>.

Il "Sarbanes-Oxley Act" introduce modifiche di vasta portata alla legislazione vigente e una serie di nuovi requisiti destinati agli organi esecutivi e di direzione delle "public companies" USA. Esso avrà notevoli implicazioni per le società quotate sui mercati americani e per diverse professioni. La responsabilità per la sua applicazione è demandata alla Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense. Nel presente riquadro viene presentata una sintesi dei principali elementi delle nuove norme<sup>②</sup>.

<sup>①</sup> Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, *72ª Relazione annuale*, Cap. VI, luglio 2002, Basilea. <sup>②</sup> Questa nota si rifà in parte a Wilmer, Cutler e Pickering, *Corporate and Securities Law Developments*, 31 luglio 2002.

*Informativa al pubblico.* La legge pone l'accento sul fatto che i bilanci presentati alla SEC debbano riprodurre in maniera corretta la situazione finanziaria e il risultato operativo delle società quotate, comprese tutte le rettifiche contabili materialmente effettuate in conformità dei "principi contabili generalmente accettati" ("Generally Accepted Accounting Principles" – GAAP) e/o delle norme e dei regolamenti della SEC. Una delle prescrizioni più significative impone all'amministratore delegato ("chief executive officer" – CEO) e al responsabile finanziario ("chief financial officer" – CFO) di certificare la veridicità dei bilanci annuali e trimestrali trasmessi alla SEC<sup>3</sup>. Apponendo la loro firma, essi attestano di aver controllato il prospetto, che esso presenta in maniera corretta le condizioni finanziarie e il risultato operativo della società ed è conforme in ogni sua parte alle disposizioni di cui al "Securities Exchange Act" del 1934. Nuove norme di diritto penale assoggettano a sanzioni pecuniarie e/o detentive i CEO e i CFO che abbiano deliberatamente certificato un bilancio falso o non conforme.

*Disposizioni concernenti transazioni e altre attività effettuate da amministratori e dirigenti aziendali.* I manager titolari di azioni della società sono tenuti a notificare ogni variazione del loro portafoglio entro due giorni lavorativi dalla transazione. Salvo limitate eccezioni, alla società è fatto inoltre divieto di concedere prestiti ad amministratori e dirigenti aziendali a valere sul proprio bilancio.

*Comitati di controllo interno.* Le nuove norme stabiliscono che il comitato di controllo interno ("audit committee") di una società debba essere composto esclusivamente da amministratori indipendenti (che non hanno titolo ad alcuna indennità di consulenza, né possono essere "affiliati" a persone collegate alla società). Inoltre, la legge demanda a tale comitato la responsabilità diretta per la nomina e il controllo della società di revisione, nonché in materia di adozione delle procedure per la ricezione e il trattamento dei reclami concernenti la contabilità (compresi quelli presentati in forma anonima da impiegati e aventi ad oggetto pratiche contabili discutibili). I comitati di controllo interno avranno inoltre la facoltà di avvalersi di consulenti indipendenti per l'espletamento dei loro compiti.

*Indipendenza e obblighi dei revisori.* Per poter certificare il bilancio di una società, i revisori contabili dovranno ottemperare ad alcuni obblighi. Fra di essi figura il divieto di offrire alla società di cui certificano i bilanci taluni servizi diversi dalla revisione, quali la tenuta della contabilità, la progettazione dei sistemi d'informazione finanziaria, servizi attuariali, consulenza nel campo degli investimenti e assistenza legale. Inoltre, il revisore capo non potrà svolgere la funzione di auditing per una data impresa per più di cinque esercizi finanziari consecutivi.

*Nuove sanzioni penali e rafforzamento di quelle esistenti.* La legge prevede il perseguimento in sede penale di nuovi reati mediante sanzioni di natura pecuniaria e/o detentiva. Tali reati includono la consapevolezza o la certificazione volontaria di bilanci non conformi o inaccurati, le frodi concernenti la compravendita di titoli della società quotata e la distruzione o la manomissione di evidenze contabili con l'intento di ostacolare gli accertamenti da parte di un'agenzia federale. Vengono inoltre inasprite le esistenti sanzioni per illeciti e frodi perpetrati dalle società. Infine, le ritorsioni o le azioni nocive nei confronti di informatori entrano a far parte dei reati punibili con la reclusione.

*Altre disposizioni.* Il "Sarbanes-Oxley Act" istituisce inoltre il Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), cui sono conferiti ampi poteri nel fissare i requisiti professionali e nel regolamentare la condotta delle società di revisione contabile, sotto la sorveglianza della SEC. Al PCAOB spettano altresì i compiti di valutare se i GAAP, che hanno attualmente natura regolamentare, debbano essere trasformati in un sistema basato su principi di carattere generale, e di esaminare diverse problematiche in materia contabile, come le società veicolo. La legge attribuisce inoltre alla SEC il potere di dirimere i conflitti d'interesse fra gli analisti di borsa<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Tutte le 14 000 imprese quotate sui mercati azionari USA erano tenute a certificare i loro bilanci entro il 29 agosto. <sup>4</sup> Nel maggio 2002 la SEC aveva già approvato le proposte avanzate dalla National Association of Securities Dealers e dal New York Stock Exchange per affrontare tali conflitti. Le nuove norme richiedono alle istituzioni di rendere noti sia i loro ordini (di acquisto, vendita o detenzione), sia le relazioni di investimento con le imprese destinatarie di tali ordini, e assicurano la separazione delle funzioni di ricerca e di "investment banking". La SEC potrebbe introdurre nuove regole al termine di un'inchiesta sulle prassi di mercato.