

## 1. Quadro generale degli sviluppi: fiducia dei mercati dietro la ripresa

Il ritorno del clima di fiducia ha posto fine a un semestre di crescente pessimismo sui mercati finanziari. Fra maggio e settembre 2002 una serie di eventi aveva messo a dura prova le aspettative degli investitori. Ne erano conseguiti un crollo delle quotazioni azionarie e un costante calo dei tassi d'interesse a lungo termine. In ottobre alcune segnalazioni positive sugli utili delle imprese sono parse sufficienti a mutare l'umore degli investitori. Nell'arco di sette settimane fra ottobre e novembre si è assistito a un recupero dei prezzi azionari e dei tassi a lunga. Tuttavia, gli annunci negativi sui profitti hanno continuato a superare quelli positivi, e i dati macroeconomici hanno mostrato una iniziale tendenza alla debolezza. Resta da vedere se la ripresa dei mercati si rivelerà duratura.

Gli investitori sui mercati delle obbligazioni private hanno in parte condiviso il rinnovato ottimismo prevalente nei mercati azionari. Gli spread societari si sono significativamente ridotti in ottobre e novembre, annullando parte dell'ampliamento intervenuto durante la caduta dei listini di borsa. In taluni comparti, tuttavia, la percezione del rischio di credito è rimasta elevata. In particolare, l'insufficiente finanziamento delle passività previdenziali nei settori automobilistico e aeronautico ha provocato declassamenti nel rating di alcune società, incluse le affiliate finanziarie di case automobilistiche USA. Nel terzo trimestre, allorché gli spread societari erano particolarmente ampi, le emissioni nette di titoli a reddito fisso sono scese di due quinti, un calo non più osservato dal periodo immediatamente successivo alla crisi russa del 1998.

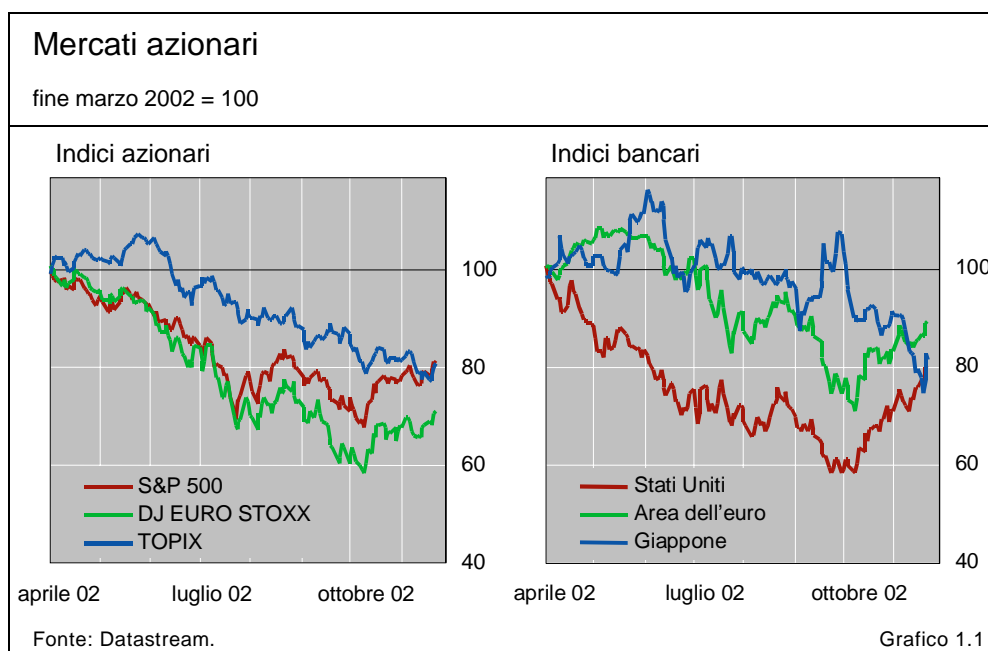
I mercati emergenti sono stati dominati dagli sviluppi politici. In ottobre è divenuto chiaro che il nuovo presidente del Brasile sarebbe stato un candidato le cui dichiarazioni avevano in precedenza destato timori presso gli operatori. Tuttavia, le sue rassicurazioni circa il perseguimento di un sano programma di politica economica sono sembrate ristabilire un certo grado di fiducia sul mercato dei debiti sovrani. In Asia, l'attacco terroristico a Bali in ottobre ha depresso la borsa di Giacarta; i mercati di Bangkok e Kuala Lumpur ne hanno subito momentaneamente le conseguenze, mentre non sono stati ravvisati effetti su altre piazze. Sebbene gli afflussi di fondi verso l'insieme delle economie emergenti siano rimasti modesti, i prenditori con più alto merito di credito hanno mantenuto l'accesso ai mercati dei capitali.

## Gli investitori azionari confortati dalle prospettive sugli utili

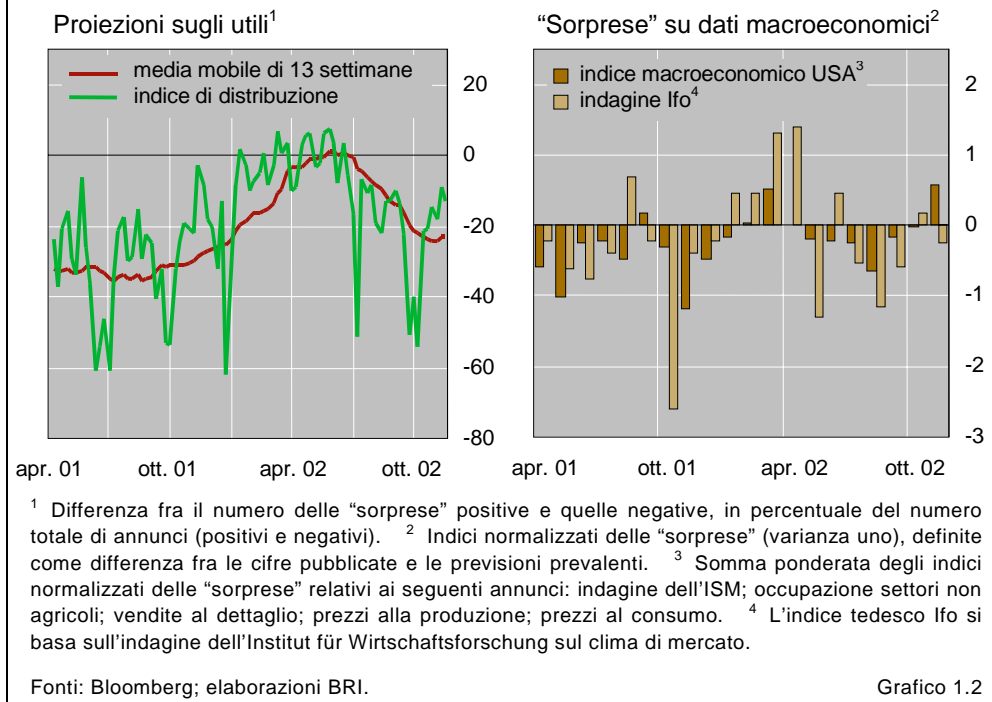
Il mese di ottobre sembra aver segnato una svolta per le borse valori statunitensi ed europee. Da maggio i prezzi azionari avevano seguito un andamento al ribasso, interrotto soltanto da cinque settimane di ascesa tra fine luglio e parte di agosto. La caduta delle quotazioni era stata provocata da una serie di eventi che avevano intaccato sempre più il clima di fiducia: tra questi, le tensioni politiche a livello mondiale, la rettifica contabile ad opera di WorldCom e il peggioramento delle segnalazioni sugli utili societari. Il mese più negativo per i mercati azionari è stato settembre, durante il quale gli indici S&P 500 e DJ EURO STOXX hanno subito cali dell'11 e del 18% rispettivamente (grafico 1.1). L'umore degli investitori è sembrato tuttavia mutare intorno alla seconda settimana di ottobre, e nelle sette settimane successive i mercati hanno segnato forti rialzi: tra il 10 ottobre e il 22 novembre l'S&P 500 è salito del 16% e il DJ EURO STOXX del 18%. In realtà, anche a fine luglio e nelle prime tre settimane di agosto si era assistito a una fase di recupero, ma in quell'occasione essa era parsa rispecchiare piuttosto una temporanea reazione degli operatori, sollevati dal fatto che i gravi problemi di governo societario si fossero rivelati meno diffusi di quanto inizialmente temuto. Rispetto a quella fase di ripresa, il recente rialzo è stato più equilibrato e chiaramente imputabile alle aspettative di crescita dei profitti societari.

Muta l'umore del mercato in ottobre ...

Il cambiamento di umore sarebbe intervenuto unicamente per effetto dei dati reddituali di un ristretto numero di primarie società. L'11 ottobre la segnalazione degli alti profitti di General Electric e un positivo rapporto degli analisti su IBM sono bastati a innescare un'ondata di acquisti. Nella stessa settimana l'S&P 500 e il Nasdaq Composite hanno guadagnato rispettivamente il 4,3 e il 6,2%, chiudendo una fase di perdite durata sei settimane. I rialzi si sono protratti nella settimana seguente, sospinti dagli annunci sugli utili di alcune grandi banche. I mercati europei hanno seguito da vicino l'andamento di quelli statunitensi, nonostante gli ingenti accantonamenti delle banche



## Annunci strettamente monitorati



... sebbene gli annunci negativi sugli utili superino quelli positivi

tedesche a fronte di perdite su crediti e le ulteriori indicazioni di una scadente qualità degli attivi nel settore assicurativo. Il clima generalmente favorevole è riuscito a prevalere malgrado il fatto che, nel complesso, gli annunci negativi sugli utili abbiano continuato a superare quelli positivi, quantunque il divario sia andato diminuendo (grafico 1.2). Anche se in un primo momento i dati macroeconomici avevano mostrato una tendenza alla debolezza più marcata del previsto, il 14 novembre l’ottimismo degli investitori sarebbe stato suffragato dai favorevoli indicatori delle vendite al dettaglio, che mettevano in risalto la perdurante propensione al consumo dei residenti USA. Non è escluso che la ripresa di ottobre sia stata sostenuta anche dall’attività di copertura di posizioni corte sul mercato, che avrebbe raggiunto livelli insolitamente elevati, accentuando forse la risposta dei prezzi al favorevole contesto.

È significativo il fatto che, tanto in Europa quanto negli Stati Uniti, siano stati i titoli bancari a trainare la ripresa dei mercati azionari, mentre gli indici tecnologici e telecom hanno continuato a contribuire alla loro volatilità. L’importanza delle azioni bancarie nell’andamento delle borse valori degli ultimi mesi è tutt’altro che usuale. Durante il crollo delle quotazioni in settembre il settore bancario figurava tra quelli maggiormente colpiti, con cali del 18 e del 19% rispettivamente negli USA e in Europa. Le banche europee avevano risentito soprattutto delle perdite connesse con il rischio di credito e della debole performance delle loro affiliate assicurative. Nelle sette settimane di rialzo a partire dal 10 ottobre, i titoli bancari USA sono saliti del 31% e quelli europei del 21%. Questo recupero è tanto più rilevante in quanto ha mitigato il rischio di una stretta creditizia, dato che le banche avrebbero potuto mostrarsi riluttanti a concedere credito in presenza di pressioni sui mercati dei capitali.

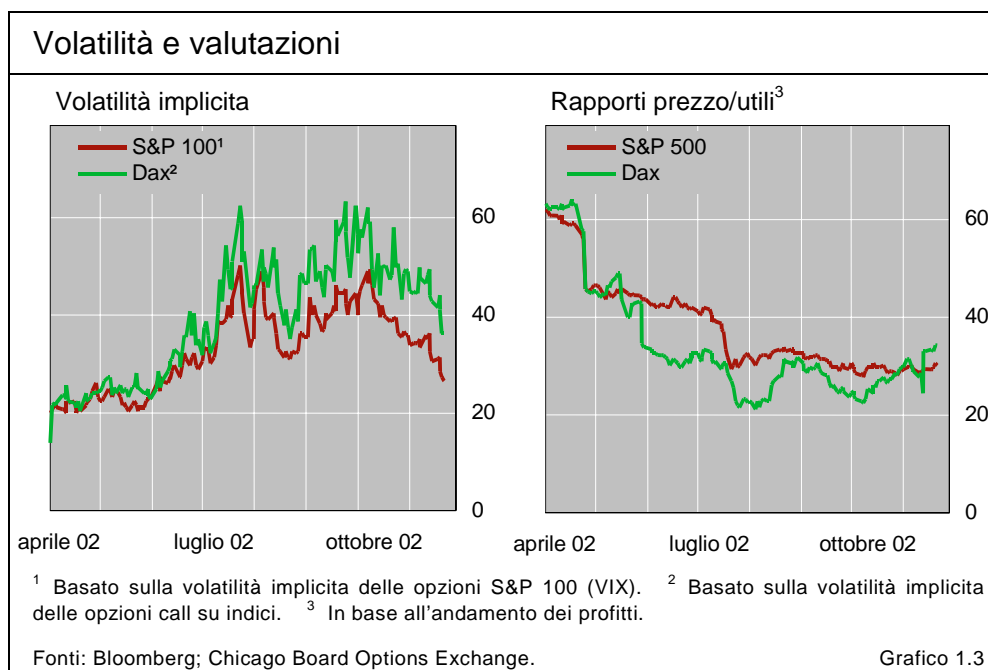
Le azioni bancarie trascinano le borse

Il Federal Open Market Committee (FOMC) degli Stati Uniti è parso cogliere il rilancio dei mercati azionari come un'opportunità per accrescere l'efficacia di una riduzione del tasso ufficiale. Il 6 novembre esso ha annunciato un taglio del tasso obiettivo sui federal fund sorprendentemente aggressivo, pari a 50 punti base. Soltanto 20 dei 138 economisti interpellati il giorno prima nel corso di un'indagine Bloomberg avevano previsto una manovra di simile entità. Dopo un primo momento di esitazione, gli investitori azionari hanno risposto positivamente, e l'S&P 500 ha chiuso la giornata con un rialzo dell'1%. Il FOMC aveva assunto una decisione analoga il 18 aprile 2001, due settimane dopo l'avvio di una fase di rialzi dei listini di borsa; la decisione era stata presa al di fuori delle riunioni programmate e aveva pertanto colto di sorpresa gli operatori, determinando in quello stesso giorno un balzo dell'8% del Nasdaq Composite. Questa volta, invece, all'indomani dell'intervento del Fed la BCE e la Banca d'Inghilterra hanno deciso di non procedere a un ritocco dei propri tassi; gli investitori, delusi, hanno reagito con ordini di vendita, provocando in chiusura un calo dell'1% sui mercati europei.

La manovra del Fed prevista soltanto da un economista su sette

La fase rialzista dei mercati in ottobre e novembre ha mantenuto le valutazioni azionarie al disopra dei parametri storici. A metà novembre il rapporto prezzo/utigli basato sulla dinamica di questi ultimi ammontava a 29 per l'S&P 500 e a 33 per il Dax (grafico 1.3), rispetto a una media storica negli USA pari a 15. Allo stesso tempo, la volatilità implicita delle opzioni su indici è rimasta insolitamente alta, e ciò indicherebbe che anche i premi di rischio azionario erano corrispondentemente alti. Ma se tali premi fossero stati effettivamente elevati, essi avrebbero avuto l'effetto di deprimere i corsi azionari e non potrebbero pertanto spiegare valutazioni così cospicue. Queste ultime sono parse derivare piuttosto da pronostici positivi sulla crescita dei profitti. In effetti, se calcolati in base alle stime degli analisti sugli utili, i ratio risultano molto più prossimi alla media storica. A questo punto, resta da vedere se tali previsioni si riveleranno fondate. Sulla base di un semplice modello BRI

Le previsioni sugli utili sono fondate?



che impiega le curve dei rendimenti per prevedere i profitti societari del mercato USA nel suo complesso, le stime degli analisti prevalenti in novembre appaiono ottimistiche, anche se in misura minore rispetto a quelle di agosto.

## La borsa di Tokyo esamina le riforme bancarie e societarie

Il mercato oscilla tra due scenari di riforma

In Giappone il mercato azionario è stato trascinato da segnali contrastanti circa le prospettive sulle tanto attese riforme finanziarie. Nell'interpretare questi segnali i mercati hanno oscillato tra due possibili scenari di riforma, caratterizzati da implicazioni alquanto diverse per gli investitori azionari. Secondo lo scenario ottimistico, il governo dovrebbe effettuare iniezioni di liquidità a favore delle banche in difficoltà, agevolando in tal modo gli azionisti, e adottare al tempo stesso misure volte a garantire che i coefficienti patrimoniali non scendano al di sotto della soglia richiesta dell'8%. Nello scenario alternativo di "atterraggio duro", misure più stringenti dovrebbero spingere verso il basso i coefficienti (cfr. il riquadro a pag. 6) e condurre in definitiva ad apporti di capitale tali da comportare il controllo diretto delle banche da parte del governo in sostituzione dei management esistenti. Gli attuali azionisti perderebbero quel che resta del valore dei propri portafogli. Inoltre, lasciando fallire le grandi società in mora nel pagamento dei debiti, i detentori del capitale di queste ultime incorrerebbero nella perdita del valore residuo di opzione delle azioni in loro possesso.

Reazioni dapprima positive ...

Le reazioni degli investitori sul mercato di Tokyo in settembre e ottobre sono state di volta in volta influenzate dallo scenario che al momento appariva più probabile. La prima risposta positiva si è avuta il 18 settembre, allorché la Banca del Giappone ha manifestato il proprio intendimento di acquistare le azioni societarie detenute da banche commerciali. L'annuncio è parso alimentare le aspettative di uno scenario ottimistico, e in giornata il Nikkei 225 è salito del 2%. Una reazione opposta si è registrata il 30 settembre, quando un fautore di ambiziose riforme è stato nominato ministro per i servizi finanziari. Sembra che questa nomina abbia suscitato timori di uno scenario di "atterraggio duro", inducendo gli investitori a vendere sia titoli bancari sia azioni di società cui faceva presumibilmente capo una quota significativa di sofferenze. Nei dieci giorni seguenti il Nikkei 225 ha perso l'11%, toccando il livello più basso degli ultimi vent'anni.

... poi negative

## L'andamento delle borse valori incoraggia i mercati del reddito fisso

Il periodo tra marzo e settembre 2002 è stato caratterizzato da un'erosione della fiducia sui mercati del reddito fisso. Gli investitori di Stati Uniti, Europa e Giappone hanno reagito a una serie di deboli dati macroeconomici posizionandosi sul segmento a lunga della curva dei rendimenti. Con i tassi a breve ancorati a quelli ufficiali, il conseguente calo dei saggi a lungo termine ha provocato un appiattimento delle curve (grafico 1.4). Questa attenuazione dell'ottimismo – evidenziata dalla crescente compressione dei rendimenti – è proseguita anche durante la fase rialzista dei mercati azionari in luglio e agosto.

## Riforma bancaria in Giappone: ridimensionate le iniziative più ambiziose

*Patrick McGuire*

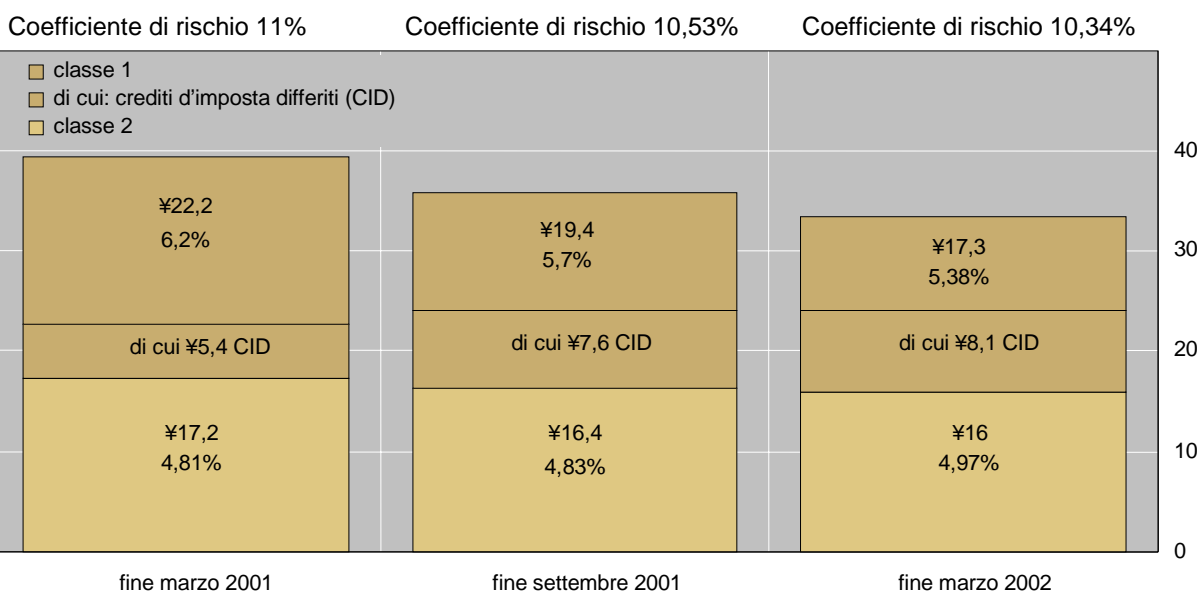
Gli operatori hanno accolto la nomina del nuovo responsabile della Financial Services Agency (FSA) da parte del governo giapponese come un'iniziativa coraggiosa, il segnale di un allentamento dei vincoli di natura politica che gravavano sulle riforme finanziarie. Guidata da un antico sostenitore di misure aggressive, l'FSA ha immediatamente istituito una task force con l'incarico di formulare proposte per un pacchetto di riforme. Tuttavia, mentre si approssimava la data di presentazione del piano, prevista per il 22 ottobre, e sulla stampa era in corso un ampio dibattito su alcuni punti delle proposte della task force, sono emerse resistenze politiche da cui sono scaturiti taluni compromessi. Resta da vedere se questi ultimi finiranno con l'arenare il processo di riforma.

### *Ambiziose proposte di riforma*

La spinta a riformare il sistema bancario deriva fra l'altro dall'esigenza di incanalare le risorse finanziarie verso imprese produttive; si ritiene però che il principale ostacolo al soddisfacimento di questa necessità sia il problema dei crediti in sofferenza. Secondo stime ufficiali, nei bilanci delle banche giapponesi figurano ¥47 trilioni di crediti di questo tipo, ossia l'8% circa del PIL, anche se taluni economisti ritengono che la cifra effettiva sia pari al doppio. Anziché "depenneare" le imprese dissestate che si trovano nell'incapacità di rimborsare i debiti pregressi, le banche hanno concesso loro nuovi prestiti, evitando in tal modo di riconoscere le perdite subite. Secondo quanto riportato dalla stampa, le proposte iniziali della task force si prefiggevano essenzialmente di costringere le banche a prendere atto di tali perdite nel calcolo della loro base patrimoniale, promuovendo così una più efficiente distribuzione delle risorse economiche.

L'aspetto probabilmente più controverso delle proposte riguardava l'imposizione di limiti all'inclusione dei crediti d'imposta differiti nel calcolo del patrimonio di base. Le banche accantonano riserve con cui far fronte a eventuali perdite su crediti, ma la riduzione del reddito imponibile interviene soltanto al verificarsi dell'insolvenza del mutuatario. Attualmente, il previsto abbattimento del reddito futuro al lordo delle imposte (su un arco di cinque anni) può essere contabilizzato nel conto profitti e perdite in qualità di rimborso atteso ed entrare così nel computo del capitale di base, permettendo alle banche di accrescere significativamente i coefficienti di adeguatezza patrimoniale. A fine marzo 2002 le principali banche giapponesi registravano crediti d'imposta differiti per ¥8,1 trilioni, pari al 47% circa del loro patrimonio di classe 1 (cfr. il grafico).

### Componenti del patrimonio delle banche (grandi banche, istituti di credito a lungo termine e fiduciarie)



Nota: in trilioni di yen. Le percentuali indicano l'incidenza sulle attività ponderate per il rischio.

Fonte: Banca del Giappone.

Tuttavia, nel computare tali poste si ipotizza l'esistenza di futuri flussi di redditi lordi dai quali esse saranno poi dedotte. Sono forse i dubbi in merito alle proiezioni dei redditi futuri il motivo per cui la task force intendeva imporre un limite massimo del 10% all'inclusione dei crediti d'imposta differiti e ridurre l'orizzonte temporale per il loro calcolo da cinque anni a uno soltanto.

Il piano di riforma prevedeva inoltre che le banche valutassero i crediti contabilizzandone i relativi flussi di cassa al valore attuale. Dovendo incorporare nel calcolo la probabilità di futuri rimborsi in linea capitale e interessi, le banche sarebbero costrette a stimare il rischio creditizio e, pertanto, a effettuare maggiori accantonamenti per perdite su crediti. A tale riguardo, il piano contemplava altresì una razionalizzazione del sistema di classificazione degli impieghi. Attualmente, le banche classificano di norma i crediti verso imprese in difficoltà o insolventi tra quelli vivi o "sotto osservazione". Di fatto, si stima che il 70% dei crediti nei confronti di società in fallimento figurava in una di queste categorie nell'ultimo anno di vita delle società stesse. Secondo le proposte del piano, tali partite dovrebbero rigorosamente essere classificate alla voce "sofferenze", il che accrescerebbe ulteriormente la necessità per le banche di accantonare riserve a fronte di possibili perdite.

Infine, la task force proponeva di convertire in azioni ordinarie le azioni bancarie privilegiate detenute dallo Stato (in virtù di passati conferimenti di capitale), attribuendo così al governo il diritto di voto nelle assemblee delle banche nipponiche. Essa aveva inoltre lasciata aperta la possibilità di future iniezioni di fondi a favore delle banche sottocapitalizzate, in netto contrasto con la politica perseguita dall'ex responsabile dell'FSA.

#### *Resistenze delle parti interessate*

Di fronte alle forti resistenze opposte da ambienti politici e imprenditoriali, l'FSA è stata costretta a ritardare la presentazione del piano di riforma. Sussisteva, in particolare, la diffusa preoccupazione che la sua entrata in vigore potesse spingere molte banche al disotto del coefficiente patrimoniale minimo richiesto dell'8%, rischiando di provocare un calo nell'espansione del credito e un aumento della disoccupazione. Inoltre, svariati economisti del settore privato ritenevano che la naturale reazione delle banche all'imposizione del limite del 10% sui crediti d'imposta differiti avrebbe prodotto effetti analoghi: anziché stralciare le esposizioni verso le società inadempienti (ossia, prendere atto delle perdite subite), le banche avrebbero ridotto i crediti verso quelle in buona salute, ingenerando così una contrazione dell'attività economica. Gli esponenti del partito liberaldemocratico in carica temevano che le proposte dell'FSA avrebbero portato a un "atterraggio duro" in mancanza di un corrispondente programma pubblico di stimolo volto ad attutire il colpo. È stato inoltre rilevato che i conseguenti fallimenti societari avrebbero probabilmente coinvolto anche le imprese edili, per tradizione strettamente legate al governo.

#### *Soluzione di compromesso*

Ciò che è infine emerso dalla task force sulle sofferenze il 30 ottobre è stata una soluzione di compromesso. Tutte le principali iniziative di riforma sopra menzionate sono state trattate singolarmente nel comunicato stampa ufficiale rilasciato dall'FSA. Quest'ultima le ha tuttavia presentate alla stregua di raccomandazioni, tralasciando per lo più di fornire cifre concrete e date di attuazione.

Il piano prefigura il dimezzamento delle sofferenze entro il marzo 2005 e delinea un potenziale rafforzamento del ruolo della Resolution and Collection Corporation (RCC). Tuttavia, riguardo allo smobilizzo dei crediti in sofferenza per il tramite della RCC, il comunicato sottolineava che "ove necessario, saranno presi in esame provvedimenti di natura finanziaria". Esso conteneva inoltre dichiarazioni incisive sulla questione dei crediti d'imposta differiti: rilevando anzitutto che "(...) l'FSA valuterà rigorosamente il trattamento da riservare ai crediti d'imposta differiti (...) ed esaminerà prontamente anche l'imposizione di un limite massimo (...)", il comunicato passava quindi a descrivere una procedura di verifica secondo la quale "(...) l'FSA richiederà ai revisori esterni di effettuare severi controlli sui crediti d'imposta differiti e, in sede ispettiva, di verificare attentamente che tali crediti (...) siano adeguatamente contabilizzati". Non era tuttavia prevista l'imposizione immediata di limiti all'utilizzo dei CID a fini prudenziali, né un calendario preciso per l'attuazione del piano.

Verranno inoltre inaspriti ulteriormente i criteri di classificazione degli impieghi e degli accantonamenti e, "quanto prima", valutate modalità concrete per il passaggio alla

contabilizzazione dei flussi di cassa al valore attuale. È altresì all'esame uno schema per promuovere una rigorosa valutazione delle garanzie collaterali, nonché l'introduzione dell'obbligo per i dirigenti di certificare l'accuratezza dei rendiconti finanziari. In aggiunta, per ciò che attiene alla conversione delle azioni privilegiate, "(...) l'FSA provvederà il prima possibile ad affinare le prescrizioni operative affinché tale conversione intervenga al sopraggiungere di determinati eventi, quali la data di scadenza o un significativo deterioramento della situazione aziendale".

A questo punto, resta da chiarire se la mancata indicazione di precise scadenze porterà a procrastinare l'entrata in vigore del piano. Le stime aggiornate rese note dall'FSA il 10 novembre scorso evidenziano un aumento delle sofferenze del 36% rispetto ai dati precedentemente diffusi dalle banche, e ciò induce a ritenere che lo scontro politico non sia ancora concluso e che potrebbero essere imminenti ulteriori drastiche riforme. Di conseguenza, il 29 novembre l'Agenzia ha diramato un calendario che fissa nel mese successivo l'avvio del dibattito sui limiti ai crediti d'imposta differiti; essa ha inoltre annunciato che entro la fine dell'esercizio finanziario verrà presa una decisione circa l'utilizzo della contabilizzazione al valore attuale dei flussi di cassa. Molto dipenderà dai poteri discrezionali ora conferiti all'FSA e dall'uso più o meno aggressivo che essa ne farà in futuro.

Le curve dei rendimenti in Europa e negli Stati Uniti hanno continuato a indicare un certo ottimismo a riguardo dell'economia mondiale anche quando la loro dinamica andava livellandosi. La curva dei tassi swap USA, in particolare, è rimasta ripida rispetto alla sua inclinazione media degli anni precedenti, a riprova delle perduranti aspettative di una crescita sostenuta negli Stati Uniti. L'accentuazione delle curve è stata particolarmente marcata nel marzo 2002, quando la differenza tra il rendimento swap a dieci anni e il Libor a 90 giorni era vicina a 400 punti base per il dollaro USA e a 200 punti base per l'euro (grafico 1.4). In base all'esperienza storica, una siffatta accentuazione indicherebbe aspettative di una crescita dell'economia nei quattro trimestri successivi di quasi il 6% negli Stati Uniti e di oltre il 2% nell'area dell'euro; nel più lungo periodo i rendimenti in dollari USA risultano notevolmente più piatti di quelli in euro. A fine settembre entrambe le curve mostravano un'inclinazione negativa nel segmento a breve, segnalando le attese di un allentamento monetario nell'immediato futuro.

Permane una relativa accentuazione delle curve dei rendimenti

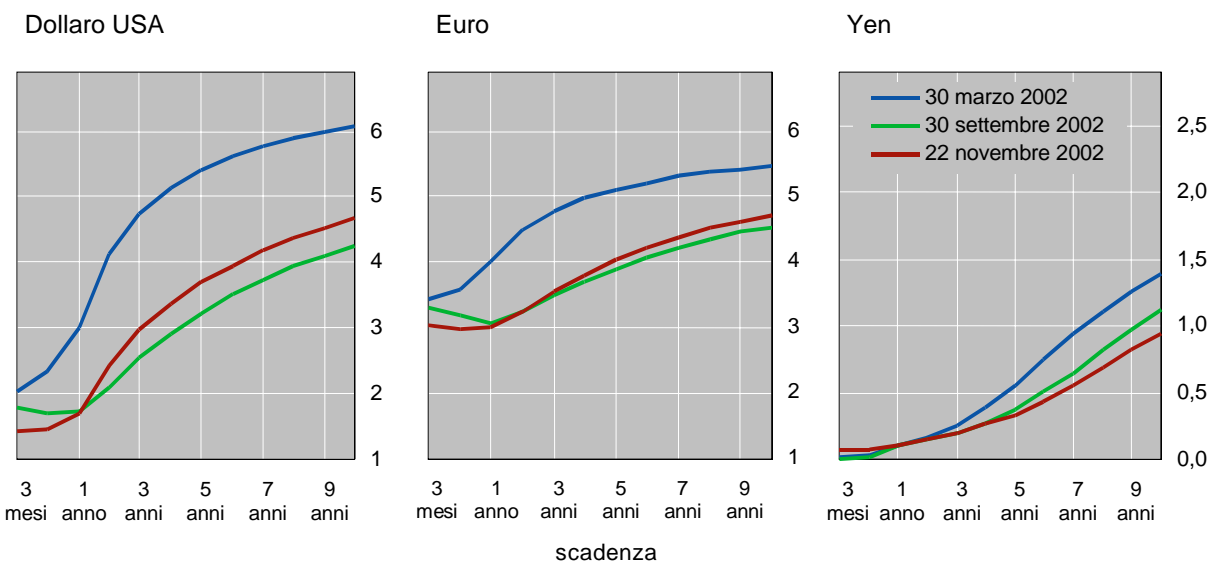
In ottobre gli investitori sui mercati del reddito fisso in Europa e negli Stati Uniti hanno iniziato a mostrare una rinnovata fiducia nel vigore dell'economia globale. Contrariamente a quanto avvenuto in luglio e agosto, in questa occasione essi sono sembrati trascurare i più recenti indicatori macroeconomici per condividere la reazione dei loro omologhi sui mercati azionari ad alcuni annunci positivi sugli utili societari. Le curve dei rendimenti hanno cominciato a inclinarsi in maniera significativa. La riduzione di 50 punti base del tasso ufficiale USA il 6 novembre ha determinato non solo una compressione nel segmento a breve della curva, ma anche un ulteriore innalzamento di quello a lunga. Tra il 10 ottobre e il 22 novembre il differenziale tra tasso swap a dieci anni e Libor a 90 giorni si è ampliato di 68 punti base per il dollaro e di 24 punti per l'euro. Le inclinazioni di queste curve a metà novembre incorporavano attese di una crescita sui quattro trimestri successivi di circa il 5% per l'economia USA e di quasi il 2% per l'area dell'euro. Negli Stati Uniti l'ultimo episodio di espansione così vigorosa risale agli ultimi tre trimestri del 1982 e al

Anche gli investitori a reddito fisso riacquistano fiducia



## Curve dei rendimenti degli swap di tasso d'interesse

in percentuale



Nota: per i segmenti a tre, sei e dodici mesi, tassi Libor.

Fonte: Bloomberg.

Grafico 1.4

primo del 1983, quando l'economia crebbe dell'8,3%. L'accresciuto ottimismo, tuttavia, non è parso estendersi all'economia giapponese, dove i tassi a lunga hanno continuato a scendere e la curva ad appiattirsi.

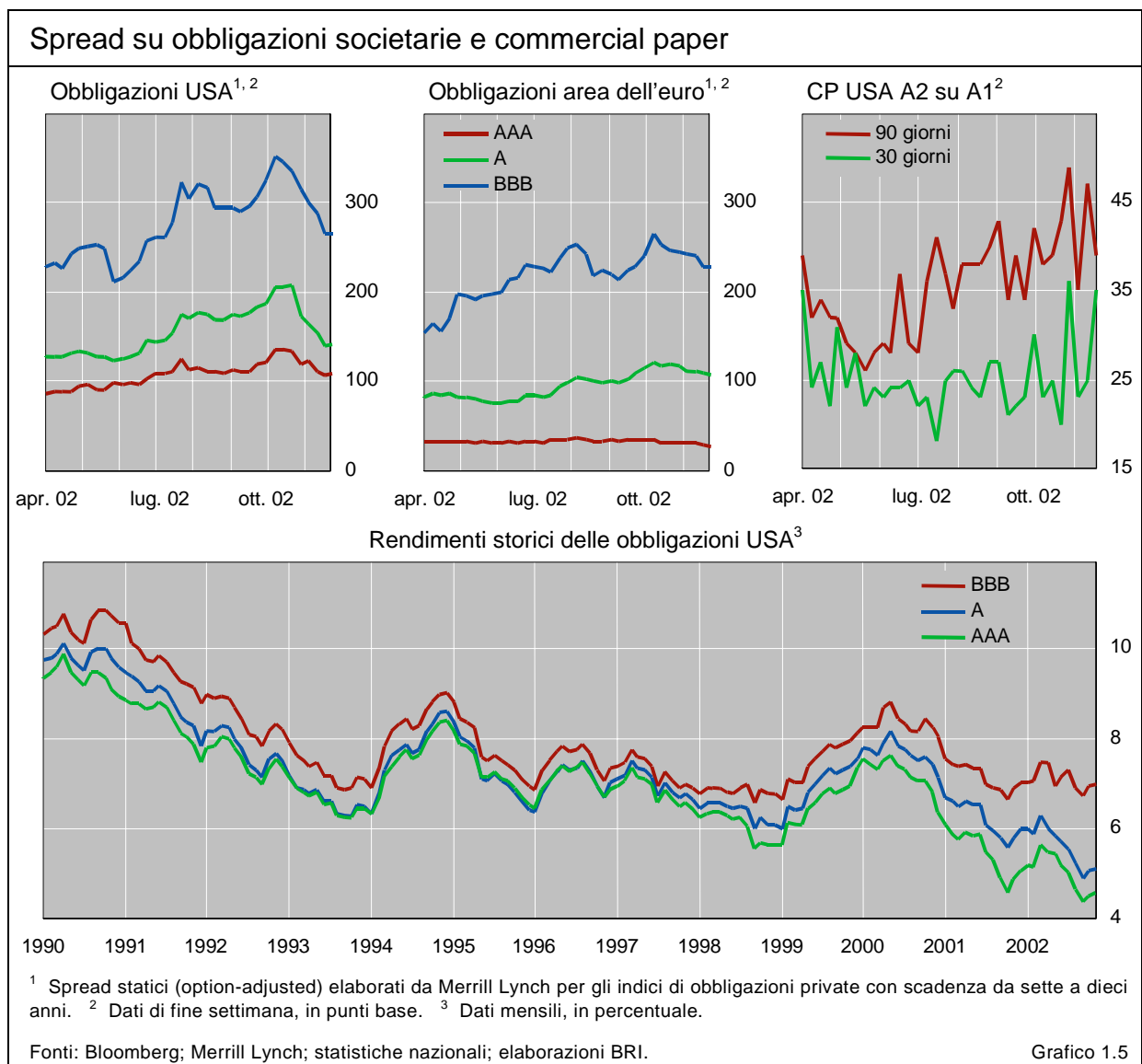
A volte, i rendimenti obbligazionari in Giappone aumentano al calare dei listini di borsa

In Giappone si è osservata una generale tendenza al ribasso dei rendimenti obbligazionari; nondimeno, in settembre e ottobre vi sono stati momenti in cui questi sono saliti, discostandosi in tal modo dalla dinamica delle quotazioni azionarie. Ciò si è verificato nei giorni immediatamente successivi agli annunci relativi alle riforme finanziarie. Tale divergenza sarebbe riconducibile ai presunti effetti delle mutate implicazioni fiscali della riforma bancaria sull'offerta di titoli di Stato. Il 2 ottobre il nuovo ministro per i servizi finanziari ha prescelto anche per la guida della task force sulla gestione delle sofferenze un sostenitore di drastiche riforme. La nomina ha spinto verso l'alto i rendimenti obbligazionari, pur in presenza di un calo dei listini di borsa. Evidentemente, gli operatori ritenevano probabile un ingente apporto di capitale pubblico nel settore bancario, che avrebbe finito con l'essere finanziato mediante emissioni di titoli pubblici. Cinque giorni più tardi i rendimenti obbligazionari e i prezzi delle azioni hanno assunto dinamiche ancor più divergenti dopo che il ministro per i servizi finanziari ha dichiarato che "nessuna banca è troppo grande per fallire". Pare che entrambi questi eventi abbiano portato gli investitori a concludere che il governo sarebbe stato costretto a rompere la promessa di mantenere le emissioni di titoli di Stato per il 2002 al disotto di ¥30 trilioni. Gli andamenti delle quotazioni obbligazionarie e azionarie si sono discostati ancora una volta il 21 ottobre, all'annuncio di un ritardo nel piano di riforma della task force dell'FSA, interpretato inizialmente come il segnale di un possibile "atterraggio duro".

## L'insufficiente finanziamento dei fondi pensione acuisce i rischi sul mercato delle obbligazioni societarie

Gli investitori sui mercati delle obbligazioni private hanno condiviso il rinnovato ottimismo prevalente sui mercati azionari. A partire da maggio gli spread creditizi sui titoli societari hanno avuto la tendenza a muoversi in parallelo con i prezzi azionari. A settembre 2002, quando l'S&P 500 aveva perso il 25% rispetto al suo livello di maggio, il differenziale medio USA tra obbligazioni BBB a 7-10 anni e titoli del Tesoro con pari scadenza risultava ampliato di 70 punti base circa. Alla ripresa delle quotazioni azionarie in ottobre è proseguito quel parallelismo, e quando l'indice di borsa ha guadagnato il 16% tra il 10 ottobre e il 22 novembre, lo spread sui titoli BBB si è ristretto di circa 85 punti base. Sul mercato obbligazionario dell'area dell'euro l'effetto è stato simile, anche se meno pronunciato: l'aumento del 18% del DJ EURO STOXX si è accompagnato, in Europa, a una diminuzione di 25 punti base dello spread sui titoli quotati tripla B. La contrazione degli spread è stata particolarmente ben accolta dai mutuatari, essendo intervenuta in un momento in cui il mercato USA della

Restringimento degli spread societari ...



commercial paper (CP) continuava a mostrarsi inospitale nei confronti dei prenditori societari con basso rating (grafico 1.5).

... all'aumentare degli indici di borsa

La correlazione negativa tra spread delle obbligazioni private e corsi azionari nel 2002 è stata particolarmente sorprendente proprio in virtù della sua durata. Una correlazione analoga era stata osservata nel 2000, allorché le quotazioni azionarie avevano cominciato a perdere terreno, ma si era protratta solo per pochi mesi. Il nesso tra le dinamiche dei prezzi sui due mercati sembra essere divenuto più saldo negli ultimi tempi. L'evidenza empirica induce a ritenere che gli hedge fund e le compagnie di assicurazione abbiano cominciato di recente a perseguire strategie dinamiche di copertura, che prevedono l'assunzione di posizioni corte in azioni di società verso le quali esse vantano esposizioni creditorie. Queste ultime possono derivare da investimenti in obbligazioni societarie o da vendite della protezione tramite "credit default swap". Tali strategie di copertura potrebbero aver rafforzato il legame tra corsi azionari e obbligazionari, introducendo un effetto di retroazione degli spread societari sui rendimenti azionari.

Ricorso ai titoli azionari per operazioni di copertura

Nonostante il generale miglioramento delle condizioni di finanziamento, la capacità di raccolta di alcune imprese è stata pregiudicata dalla crescente consapevolezza di un nuovo fattore di rischio: l'insufficiente finanziamento delle passività previdenziali. Il calo dei listini di borsa iniziato nel 2000 ha inflitto pesanti perdite ai fondi pensione aziendali che avevano collocato in titoli azionari una quota ingente dei loro investimenti (cfr. il riquadro alla pagina seguente). La conseguente carenza di finanziamenti degli schemi pensionistici si è fatta sentire in modo particolare nei settori automobilistico, aeronautico e telecom. Negli Stati Uniti il significativo allentamento dei criteri contabili applicati a tali poste di bilancio potrebbe aver ritardato l'individuazione del problema. Per valutarne la portata, Standard & Poor's ha condotto in giugno un'indagine incentrata sulle società facenti parte dell'indice S&P 500. In ottobre l'agenzia ha abbassato il rating di due grandi case automobilistiche USA, ivi compreso quello delle loro affiliate finanziarie, anche in ragione dell'entità del sottofinanziamento dei loro piani pensionistici. La decisione si è rivelata particolarmente onerosa per le società finanziarie, che dipendono strettamente dalla raccolta sui mercati dei capitali e che erano già state estromesse dal mercato della CP a causa di precedenti declassamenti del merito creditizio.

L'insufficiente finanziamento degli schemi pensionistici influenza i rating creditizi

L'impatto degli spread creditizi sulla raccolta delle imprese è stato particolarmente evidente nel corso del terzo trimestre. Le emissioni internazionali nette di titoli ordinari a tasso fisso sono scese del 42% tra il secondo e il terzo trimestre, il calo proporzionalmente più elevato dalla crisi russa del 1998. In particolare, le istituzioni finanziarie di Stati Uniti, Francia e Spagna hanno drasticamente ridimensionato l'ammontare di fondi netti raccolti sul mercato internazionale dei titoli di debito: per le grandi società finanziarie USA, ad esempio, la riduzione è stata pari a due terzi. Essendo sopraggiunto in un momento in cui gli spread societari erano singolarmente ampi, il calo dell'attività di emissione dovrebbe essere attribuito almeno in parte a un inasprimento nell'offerta di fondi. Nel 2001 il comparto delle obbligazioni private era stato il punto di forza dei mercati dei capitali, e oggi sembra che sia stato l'ultimo ad aver reso più stringenti le condizioni di finanziamento.

## Insufficiente finanziamento degli schemi pensionistici e utili societari

*Jacob Gyntelberg*

I recenti cali dei corsi azionari hanno destato preoccupazione riguardo ai loro effetti sugli schemi pensionistici e sugli utili societari. Per molti schemi a prestazione definita, il crollo dei listini di borsa ha originato una situazione di sottofinanziamento, per cui il valore di mercato delle attività pensionistiche è sceso al di sotto del valore attuariale delle passività. A differenza dei piani a *contribuzione* definita, gli schemi a *prestazioni* definite sono tenuti a garantire un determinato valore di prestazioni future: ne consegue un dato livello di passività e, di conseguenza, il problema del loro finanziamento. Ad aggravare le preoccupazioni intervengono complessi principi contabili, che spesso offuscano il legame tra stato di finanziamento del piano e utili societari. Nel presente riquadro vengono affrontate queste problematiche per Regno Unito, Stati Uniti e Paesi Bassi; la scelta è stata dettata principalmente dal fatto che una parte significativa dei sistemi pensionistici di questi paesi è costituita da schemi a prestazione definita. Inoltre, per tali paesi sono disponibili alcuni dati comparabili, anche se il raffronto incrociato resta difficile a causa di sostanziali differenze nei criteri contabili.

### *Entità del sottofinanziamento*

Gli attuali livelli di sottofinanziamento sono essenzialmente il risultato del calo dei prezzi delle attività. Nei tre paesi considerati gli sponsor di piani a prestazione definita hanno modificato nell'ultimo decennio le loro strategie di portafoglio per investire in azioni somme sempre maggiori. Così facendo, essi speravano di trarre vantaggio dall'elevato premio presunto per il rischio azionario. Alla fine del 2001 l'allocazione degli investimenti azionari si situava mediamente intorno al 70% per i fondi britannici, al 60% per i fondi USA e al 40% per quelli olandesi. Dal lato delle passività la differenza principale fra i tre paesi risiede nel fattore di sconto utilizzato per calcolare il loro valore attuale, che varia dal 3,5% dei Paesi Bassi al 7,5% degli Stati Uniti (l'impiego di un saggio più elevato implica un minor valore stimato delle passività). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i tassi di attualizzazione sono indicizzati alla misura dell'interesse, a differenza di quanto avviene nei Paesi Bassi.

In conseguenza di ciò, i fondi britannici si trovano oggi confrontati ad alcuni dei più gravi problemi di sottofinanziamento. Secondo le stime, questo ammonta a £70 miliardi circa – quasi il 7% del PIL e il 10% delle attività dei fondi pensione – e interesserebbe il 90% degli schemi pensionistici.

Per quanto riguarda i fondi USA, alla fine del 2001 non sembravano nel complesso sussistere problemi di sottofinanziamento. In mancanza di esaurienti dati di bilancio in base ai quali valutare l'entità di potenziali situazioni critiche, Standard & Poor's ha condotto una speciale indagine da cui è emerso un calo della quota complessiva di finanziamento degli schemi previdenziali dal 100 al 94% nei primi sei mesi del 2002. È stato inoltre rilevato un significativo aumento nel numero di fondi pensione con basse quote di finanziamento. A fine giugno 2002 il sottofinanziamento dei fondi considerati nel campione era stimato in \$65 miliardi, pari a due terzi delle attività totali detenute dai fondi a prestazione definita. Ciò implica per l'intero settore USA un disavanzo di quasi \$100 miliardi, pari all'incirca all'1% del PIL e al 6% del totale dell'attivo dei fondi a prestazione definita. Un aspetto importante è che il problema risulta concentrato in 10 società, che da sole concorrono al 57% del sottofinanziamento complessivo. Sei di queste fanno capo ai settori automobilistico o aeronautico, che tendono entrambi ad avere da tempo piani a prestazioni definite di elevato ammontare.

Nel caso dei fondi aziendali olandesi, alla fine del 2002 il rapporto complessivo di finanziamento dovrebbe situarsi intorno al 112%. Tuttavia, circa un terzo dei fondi pensione risulta sottofinanziato, con un deficit complessivo stimato intorno a €23 miliardi, corrispondente a quasi il 5% del PIL e al 5% delle attività dell'intero settore.

### *Effetto sugli utili dichiarati e sui rating creditizi*

L'effetto esercitato dalla performance dei fondi pensione sugli utili dichiarati dalle imprese dipende dal metodo utilizzato per consolidare il bilancio del fondo pensione nei conti societari. In caso di consolidamento integrale e contabilità ai prezzi correnti di mercato ("mark-to-market"), ogni eventuale variazione della quota di finanziamento avrebbe un effetto immediato sui profitti dell'impresa. Nessuno dei tre paesi considerati utilizza peraltro questa prassi. In genere, le imprese britanniche

e olandesi non consolidano integralmente le poste relative agli schemi pensionistici nei loro bilanci aziendali, né pubblicano informazioni esaurienti sui fondi. Ciò rende difficile valutare il relativo impatto sugli utili. Le imprese che – spesso a fini prudenziali – effettuano versamenti per contanti a favore dei loro schemi pensionistici per aumentarne il livello di finanziamento dichiareranno comunque utili inferiori. In ragione della scarsità dei dati disponibili sulle imprese britanniche e olandesi, esamineremo in seguito solo l'impatto esercitato sugli utili delle società USA.

Negli Stati Uniti la relazione tra utili societari e sottofinanziamento è offuscata dal metodo utilizzato per il consolidamento dei fondi pensione nel conto economico dell'impresa. Tale consolidamento viene effettuato ammortizzando nell'arco di alcuni anni la differenza tra i rendimenti prospettici e quelli realizzati, tenendo conto delle oscillazioni nel valore attuale delle passività. La redditività presunta viene calcolata in base a un tasso di rendimento atteso, generalmente del 9–10%, nonché sulla media storica dei valori dell'attivo nell'ultimo quinquennio al massimo. In un periodo come quello attuale di prolungati ribassi dei corsi azionari, l'effetto di questa tecnica di "modulazione" rispetto al procedimento "mark-to-market" è quello di sopravvalutare le attività del fondo. Ne conseguono stime più elevate del reddito di quest'ultimo, che ritardano il riconoscimento del disavanzo negli utili segnalati. Col tempo, tuttavia, il valore delle attività così stimato risulterà sempre più in linea con il calo dei corsi azionari e indurrà una graduale diminuzione degli utili dichiarati del fondo pensione. Riducendo il tasso atteso utilizzato per calcolare il rendimento delle attività del fondo si riducono anche i profitti. Inoltre, le società con ingenti disavanzi nel finanziamento dei loro schemi previdenziali sono tenute ad effettuare versamenti per contanti a valere sul fondo, e ciò si ripercuote immediatamente sugli utili dichiarati.

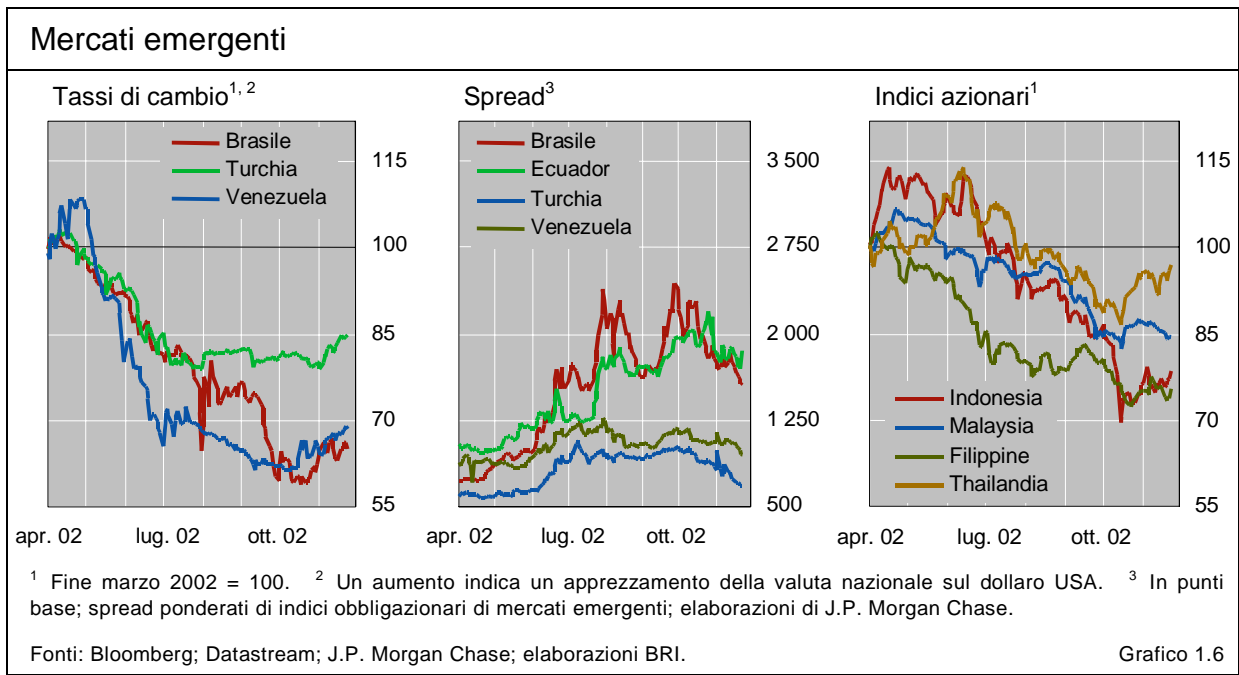
Standard & Poor's calcola che nell'anno conclusosi a giugno 2002 i fondi pensione delle società comprese nell'indice S&P 500 abbiano contribuito in media a una quota di \$6,54 per azione, ovvero quasi il 25% degli utili, con picchi particolarmente elevati nei settori industriali e telecom. I dati sui profitti rivelano inoltre marcate differenze tra i settori. Mediamente, i fondi pensione di queste imprese hanno fornito in realtà un contributo positivo agli utili dichiarati, nonostante i negativi rendimenti effettivi delle attività dei fondi stessi.

Uno schema pensionistico sottofinanziato accresce in pratica le passività dell'impresa, e quindi il suo grado di leva. Ciò potrebbe avere ricadute sul merito creditizio e aumentare i costi di finanziamento. Difatti, in ottobre Standard & Poor's ha declassato il rating sul debito a lungo termine di Ford e General Motors (GM), nonché quello delle loro affiliate finanziarie. Nel caso di GM, la principale motivazione addotta è stato il mediocre rendimento del fondo pensione e il fatto che questo abbia contribuito ad aumentare sostanzialmente il sottofinanziamento delle passività pensionistiche, già a livelli elevati. Quanto a Ford, sussistevano timori in merito all'adeguatezza della ristrutturazione societaria in corso.

## Mercati emergenti dominati dagli sviluppi politici

Gli investitori nei mercati emergenti sono stati influenzati non tanto dalle prospettive sugli utili societari quanto dagli sviluppi politici. Le elezioni presidenziali in Brasile e Turchia, i negoziati per l'accesso all'Unione europea e l'attacco terroristico nel Sud-Est asiatico hanno avuto un ruolo preminente nelle decisioni di investimento. Secondo alcuni operatori, a condizionare queste ultime sarebbe altresì intervenuto il dibattito in corso presso la comunità internazionale sulle eventuali modifiche da apportare alla struttura del mercato del debito dei paesi emergenti, quali l'introduzione di un meccanismo formale per la ristrutturazione dei prestiti sovrani, che avrebbe contribuito ad accrescere l'incertezza.

L'attenzione degli operatori si è focalizzata in massima parte sugli sviluppi in Brasile. In maggio gli investitori temevano che alla presidenza della Repubblica potesse essere eletto un fautore di politiche ostili al mercato.



Nell'arco dei sei mesi successivi il differenziale ponderato sulle obbligazioni brasiliane C si è ampliato di 890 punti base e il real ha perso il 35% del suo valore sul mercato dei cambi (grafico 1.6). In ottobre è divenuto chiaro che quel candidato avrebbe vinto le elezioni. Nondimeno, dopo le sue reiterate rassicurazioni circa il perseguimento di politiche favorevoli al mercato, lo spread sul debito sovrano si è ridotto di quasi 470 punti base, benché il real non si sia discostato dai suoi livelli di settembre. Tuttavia, nonostante il restringimento del differenziale, non si è mancato di mettere in discussione la sostenibilità del servizio del debito del paese. Resta da vedere se più concreti segnali circa l'adozione di un sano programma di politica economica miglioreranno il clima di mercato al punto da avviare l'economia su un sentiero chiaramente sostenibile.

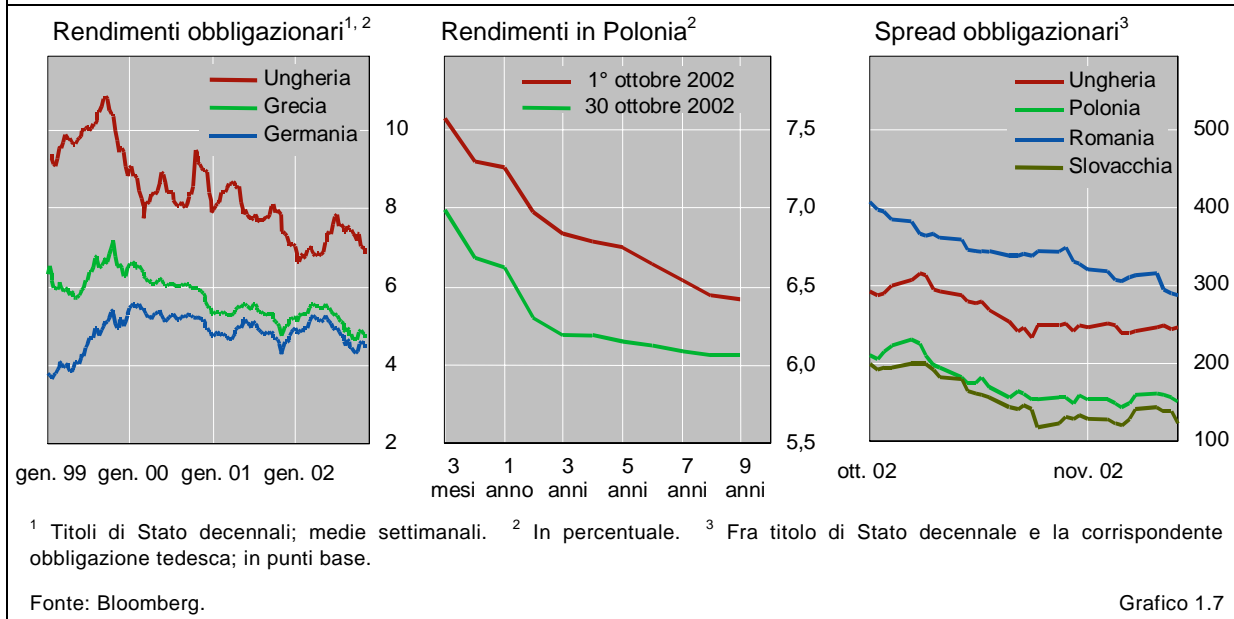
Lo spread cala di 470 punti, grazie anche alle rassicurazioni del candidato alla presidenza

Anche in altri paesi dell'America latina le incertezze sulla direzione futura delle politiche di governo hanno contribuito alla volatilità dei mercati. Le preoccupazioni destinate da taluni candidati alle elezioni presidenziali in Ecuador hanno portato gli spread sulle passività internazionali del paese a ricalcare l'andamento di quelli brasiliani. I differenziali sul debito venezuelano sono stati meno influenzati dagli sviluppi in Brasile, e gli investitori si sono concentrati sulle prospettive di una riconferma in carica dell'attuale presidente. In Argentina il mancato raggiungimento di un accordo tra le autorità governative e l'FMI su un nuovo programma economico ha amplificato gli effetti di contagio dell'evoluzione brasiliana.

Contrariamente a quanto avvenuto in Brasile, le elezioni in Turchia non hanno turbato il clima di mercato. Prima della tornata elettorale il partito di governo si era impegnato a perseguire gli obiettivi di bilancio e i progetti di riforma specificati nel programma dell'FMI. La successiva vittoria di un partito con una chiara maggioranza in parlamento ha rafforzato la fiducia degli investitori nella capacità dell'esecutivo di mantenere i propri impegni. Di fatto,

Vista con favore la formazione di una chiara maggioranza in Turchia

## Convergenza nell'Est europeo



agli inizi di novembre – a una settimana soltanto dalle elezioni – il governo ha approfittato di una riduzione degli spread per collocare sul mercato internazionale un prestito obbligazionario per \$500 milioni.

In Asia l'evento più drammatico è stato l'attacco terroristico a Bali del 12 ottobre, che ha depresso per alcune settimane il mercato azionario di Giacarta, ripercuotendosi temporaneamente sulle piazze di Bangkok e Kuala Lumpur. Nelle due giornate operative seguenti la borsa di Giacarta ha accusato un crollo del 9%, mentre Bangkok e Kuala Lumpur hanno perso rispettivamente l'1 e il 2% (grafico 1.6). Queste ultime due borse, tuttavia, hanno recuperato le perdite nel giro di quattro giorni, mentre il mercato indonesiano è riuscito a tornare alla situazione preesistente solo a metà novembre. Non sono stati ravvisati effetti su altre piazze asiatiche.

Gli sviluppi politici hanno interessato anche i mercati finanziari dell'Europa centro-orientale. Gli eventi più significativi si sono concentrati in ottobre. Il 19 di questo mese gli elettori irlandesi si sono espressi a favore del trattato di Nizza. Una settimana dopo, nel corso di un vertice straordinario, il Consiglio dell'Unione europea ha raggiunto un accordo sul piano finanziario per l'allargamento della UE a dieci nuovi paesi membri. Gli investitori sui mercati del reddito fisso hanno adottato strategie orientate alla convergenza, e nel corso del mese i rendimenti dei titoli di Stato decennali in valuta nazionale di Ungheria e Polonia hanno subito un calo di 30 e 20 punti base rispettivamente (grafico 1.7). In realtà, in questi due paesi la curva dei rendimenti ha evidenziato una tendenza calante su tutte le scadenze. Apparentemente, i flussi di capitale verso l'Ungheria derivanti da speculazioni mirate alla convergenza sono stati talmente ingenti da determinare un apprezzamento del forint sull'euro. Il calo dei tassi d'interesse si è riflesso altresì negli spread obbligazionari di paesi che, come la Romania, erano considerati fra i papabili nella seconda tornata di adesioni alla UE. In precedenza, un profilo analogo

Convergenza: la risposta degli investitori al referendum in Irlanda

era stato rilevato per le obbligazioni greche nell'imminenza dell'adozione dell'euro: il differenziale di rendimento rispetto ai titoli tedeschi si era ridotto dai 200 punti base del 1999 a meno di 50 punti agli inizi del 2002.

Sebbene gli afflussi di fondi verso l'insieme delle economie emergenti siano rimasti deboli, i prenditori con più alto merito di credito sono riusciti a mantenere il loro accesso ai mercati dei capitali. Anche nel terzo trimestre 2002, in presenza di un rallentamento delle emissioni internazionali nette di titoli di debito da parte dei mutuatari più quotati, essi hanno continuato ad allestire prestiti sul mercato dei crediti consorziali. I prenditori messicani si sono confermati fra i più attivi sui mercati internazionali delle obbligazioni e dei crediti nel periodo sotto rassegna (cfr. le pagg. 34-35), arrivando finanche a collocare all'estero un'emissione obbligazionaria in peso agli inizi del quarto trimestre.

I mutuatari messicani si indebitano in peso sui mercati internazionali