

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

La domanda di finanziamento internazionale è rallentata ulteriormente nel terzo trimestre 2001, in presenza di una decelerazione dell'economia mondiale. Le emissioni nette sul mercato internazionale dei titoli di debito sono diminuite di quasi il 40%, scendendo a \$169 miliardi (tabella 3.1). Il calo ha interessato l'intera gamma di scadenze, nonché varie aree geografiche e categorie di operazioni. Esso è stato particolarmente pronunciato nel settore delle istituzioni finanziarie, a conferma della dinamica già rilevata nell'ultima *Rassegna trimestrale BRI*. Nello stesso periodo le emissioni lorde annunciate di obbligazioni e notes internazionali si sono ridotte da \$533 a 423 miliardi (tabella 3.2).

I rimborsi di obbligazioni e notes internazionali sono stati ancora una volta ingenti. Con un totale di \$207 miliardi nel terzo trimestre, il loro volume aggregato nei primi nove mesi dell'anno è salito a \$642 miliardi, il massimo assoluto per un periodo di tre trimestri. Ciò rispecchia sia il continuo aumento dell'attività di emissione negli ultimi anni sia il desiderio dei mutuatari con opzioni di riscatto anticipato di abbassare i costi dell'indebitamento rifinanziando passività in essere. Nel periodo in esame le emissioni lorde di obbligazioni ordinarie a tasso fisso si sono ridotte drasticamente, mentre hanno registrato un leggero aumento quelle a tasso variabile; ciò fa ritenere che i mutuatari siano stati più ottimisti dei prestatori circa un'ulteriore discesa dei tassi d'interesse.

Perdurante calo delle emissioni nette lungo il ventaglio di scadenze

Per effetto del rallentamento economico mondiale, i collocamenti netti sul mercato internazionale sono diminuiti anche nel terzo trimestre, e il calo si è esteso a tutta la gamma di scadenze. Nel segmento a breve essi sono stati addirittura negativi per il secondo trimestre consecutivo, provocando una flessione di \$46 miliardi nello stock di strumenti del mercato monetario internazionale (grafico 3.1, riquadro di sinistra), che fa seguito a quella di \$26 miliardi nel trimestre precedente. Le consistenze di CP, la componente principale di questi strumenti, si sono ridotte di \$12 miliardi, la più forte

Il rallentamento dell'economia mondiale frena l'attività di emissione ...

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito

in miliardi di dollari USA

	1999	2000			2001			Stock a fine settembre 2001
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale emissioni nette	1 241,2	1 246,0	317,5	312,6	325,3	277,4	168,7	7 085,1
Strumenti del mercato monetario ¹	135,6	152,1	42,3	46,6	2,2	- 26,2	- 46,3	416,4
Commercial paper	49,1	55,2	17,6	23,3	22,3	10,1	- 12,0	241,4
Obbligazioni e notes ¹	1 105,6	1 093,8	275,1	265,9	323,0	303,5	214,9	6 668,6
A tasso variabile	293,6	358,7	78,0	90,3	85,7	70,5	72,8	1 700,4
Ordinarie a tasso fisso	780,8	718,0	196,2	166,2	233,5	222,5	139,4	4 710,1
Collegate ad azioni	31,2	17,1	0,9	9,4	3,8	10,5	2,7	258,1
Paesi sviluppati	1 164,0	1 162,7	294,6	299,1	312,9	253,6	157,5	6 134,0
Stati Uniti	483,2	465,5	140,0	121,2	153,1	119,8	94,6	2 124,6
Area dell'euro	516,2	559,8	137,8	138,1	146,6	100,7	61,4	2 521,2
Giappone	2,4	- 27,4	- 8,4	- 5,4	- 5,5	2,1	- 6,4	272,3
Centri offshore	11,2	18,9	6,8	6,6	7,4	5,6	4,1	91,5
Economie emergenti	40,9	42,0	13,5	- 0,7	6,8	12,7	- 3,9	469,4
Istituzioni internazionali	25,1	22,3	2,6	7,6	- 1,8	5,5	10,9	390,2
Settore privato	1 020,1	980,6	239,5	252,0	264,8	216,6	116,4	5 291,2
Istituzioni finanziarie ²	867,4	799,5	188,2	201,0	221,7	160,1	98,7	4 255,4
Imprese private	152,7	181,1	51,4	51,1	43,1	56,5	17,7	1 035,9
Settore pubblico ³	196,0	243,0	75,3	53,0	62,2	55,3	41,4	1 403,6
Amministrazioni centrali	37,5	51,3	8,7	- 3,6	8,5	7,7	- 2,9	498,2
Altri enti pubblici	158,5	191,7	66,6	56,5	53,7	47,5	44,2	905,4
Per memoria: CP del mercato interno ⁴	361,6	256,2	40,3	124,8	- 53,8	- 63,8	- 59,2	1 894,5
di cui: USA	232,8	208,3	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	- 58,5	1 412,6

¹ Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. ³ Escluse le istituzioni internazionali. ⁴ I dati per il terzo trimestre 2001 sono parzialmente stimati.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI.

Tabella 3.1

... specie nel
comparto a breve ...

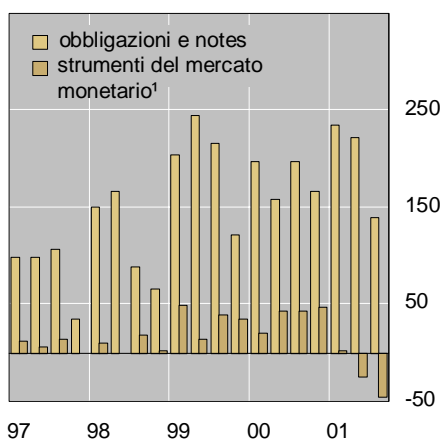
contrazione registrata finora. La flessione è stata persino maggiore sul mercato USA della CP, dove lo stock è sceso di \$58 miliardi, che vanno ad aggiungersi a un calo di \$131 miliardi nei primi sei mesi dell'anno.

Anche i collocamenti netti di titoli a più lungo termine (obbligazioni e notes) sono diminuiti fortemente nel terzo trimestre 2001, dopo aver subito una flessione più contenuta nel secondo. Con un ammontare di \$215 miliardi, essi risultano calati del 33% rispetto al recente picco toccato nel primo trimestre dell'anno. In termini assoluti la contrazione maggiore tra il secondo e il terzo trimestre ha riguardato le obbligazioni ordinarie a tasso fisso, le cui emissioni

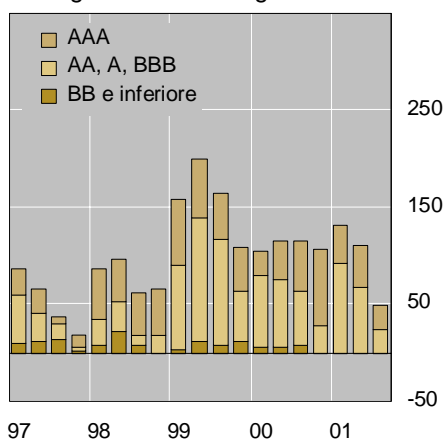
Emissioni internazionali nette per scadenza e classe di rating

in miliardi di dollari USA

Emissioni ordinarie a tasso fisso



Obbligazioni con rating²



¹ Escluse le emissioni rimborsate nello stesso trimestre. ² Comprese le obbligazioni con documentazione EMTN.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Grafico 3.1

nette sono scese del 37%, a \$139 miliardi. Ciò ha coinciso con una drastica diminuzione delle operazioni annunciate in questo comparto, da \$382 a 276 miliardi. Particolarmente marcato è stato il ridimensionamento dell'attività degli emittenti europei, su base sia lorda che netta.

Le emissioni nette di obbligazioni con rating si sono ridotte in tutte le classi di merito creditizio: in quelle AAA del 42%, a \$25 miliardi; nelle altre categorie di qualità bancaria del 63%, a \$24 miliardi. Come osservato nel "Quadro generale degli sviluppi", gli spreads creditizi hanno continuato ad ampliarsi nel terzo trimestre. Ciò induce a ritenere che con il deteriorarsi delle condizioni economiche mondiali sia aumentato il pessimismo degli operatori nelle loro valutazioni soggettive delle probabilità di insolvenza. Nondimeno, la caduta dei rendimenti benchmark nel periodo in esame ha contribuito a ridurre sensibilmente i costi complessivi di finanziamento delle imprese. Il fatto che le emissioni societarie non siano aumentate in risposta ai minori costi di indebitamento conferma l'opinione secondo cui l'attuale calo dei collocamenti sia dovuto alle ripercussioni del rallentamento economico globale sulla domanda di fondi dei mutuatari, piuttosto che a un inasprimento delle condizioni creditizie da parte dei prestatori.

... e in quello delle obbligazioni con rating inferiore ad AAA

In forte calo la domanda di finanziamento del settore privato

Nel terzo trimestre 2001 le emissioni nette del settore privato hanno continuato a diminuire; esse sono scese a \$116 miliardi, equivalenti a una flessione del 46% sul trimestre precedente e del 56% rispetto al massimo raggiunto nel primo trimestre dell'anno. Questa diminuzione è da sola all'origine di gran

La contrazione va prevalentemente attribuita al settore privato ...

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali

in miliardi di dollari USA

	1999	2000			2001		
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale emissioni annunciate	1 628,1	1 706,6	441,8	384,0	550,8	532,5	423,2
A tasso variabile	416,1	520,5	133,1	128,2	133,7	132,1	138,8
Ordinarie a tasso fisso	1 159,9	1 129,5	292,2	242,1	405,0	382,1	276,3
Collegate ad azioni ¹	52,1	56,5	16,5	13,8	12,1	18,3	8,1
Dollaro USA	723,1	794,1	216,9	179,5	257,5	255,5	219,8
Euro	639,6	582,2	136,5	134,4	214,4	191,3	129,9
Yen	78,1	128,8	33,5	19,2	27,5	36,0	32,1
Altre valute	187,4	201,5	54,8	51,0	51,4	49,7	41,3
Settore privato	1 265,0	1 319,2	338,3	303,6	410,2	397,1	293,0
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	<i>1 047,9</i>	<i>1 083,8</i>	<i>277,9</i>	<i>248,8</i>	<i>331,4</i>	<i>307,1</i>	<i>245,1</i>
<i>Imprese private</i>	<i>217,2</i>	<i>235,5</i>	<i>60,4</i>	<i>54,8</i>	<i>78,8</i>	<i>90,1</i>	<i>47,8</i>
<i>di cui: società telecom</i>	<i>83,0</i>	<i>114,7</i>	<i>24,5</i>	<i>19,0</i>	<i>49,2</i>	<i>31,9</i>	<i>15,6</i>
Settore pubblico	286,2	318,2	89,1	65,9	123,7	112,6	110,2
<i>Amministrazioni centrali</i>	<i>93,6</i>	<i>92,5</i>	<i>23,5</i>	<i>4,5</i>	<i>28,5</i>	<i>20,8</i>	<i>13,2</i>
<i>Altri enti pubblici</i>	<i>192,6</i>	<i>225,7</i>	<i>65,6</i>	<i>61,3</i>	<i>95,2</i>	<i>91,8</i>	<i>97,0</i>
Istituzioni internazionali	76,9	69,2	14,4	14,5	17,0	22,7	20,0
Emissioni perfezionate	1 632,7	1 708,2	440,3	419,9	539,2	522,0	421,8
Rimborsi	527,1	614,4	165,2	153,9	216,2	218,5	206,9

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.2

parte della contrazione dell'attività netta complessiva sul mercato internazionale dei titoli di debito. Dalla metà degli anni novanta solo in un'altra occasione vi era stato un calo di proporzioni analoghe sull'arco di due trimestri, ossia quello registrato nel 1998 (da \$177 a 58 miliardi tra il secondo e il quarto trimestre) in concomitanza con la crisi economica russa.

... e in particolare
alle istituzioni
finanziarie

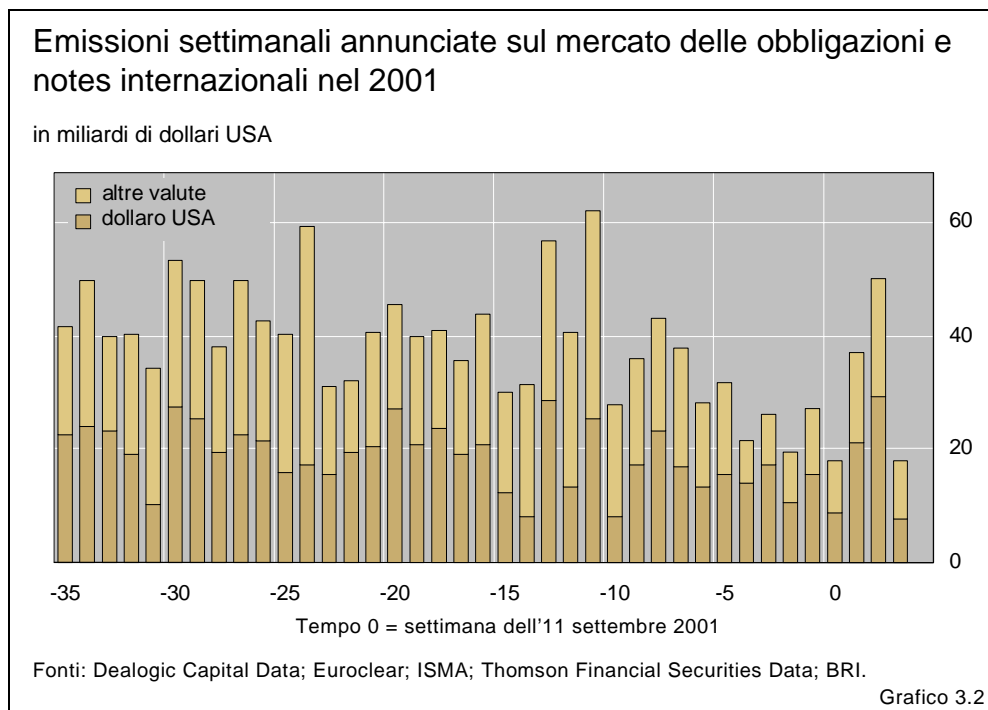
Il perdurante ridursi dei collocamenti netti delle istituzioni finanziarie nel periodo sotto rassegna è la causa principale del minor indebitamento del settore privato. Le emissioni nette di questo gruppo di mutuatari sono scese a \$99 miliardi, livello inferiore di \$61 miliardi a quello del trimestre precedente ed equivalente a solo il 45% del massimo raggiunto nei primi tre mesi dell'anno. Tale andamento è probabilmente dovuto all'aspettativa delle istituzioni finanziarie di una generale caduta della domanda di prestiti. Nel secondo trimestre la tendenza flettente aveva rispecchiato soprattutto un ridotto fabbisogno di finanziamento delle istituzioni statunitensi e tedesche. Nel trimestre successivo essa si è estesa anche ad altri paesi sviluppati europei e al Giappone.

Nel periodo sotto rassegna sono diminuite sensibilmente anche le emissioni nette delle imprese non finanziarie (da \$57 a 18 miliardi). I collocamenti societari sono andati calando nel terzo trimestre, parallelamente

alla tendenza generale delle operazioni annunciate sul mercato delle obbligazioni e delle notes internazionali, dove è stato raggiunto un minimo nella settimana dell'11 settembre (grafico 3.2). Sorprendentemente, gli annunci hanno segnato una forte ripresa nelle tre settimane seguenti gli attacchi terroristici, specie nel comparto delle emissioni societarie con tripla A. Un esempio di collocamento relativamente grande nei giorni successivi agli attentati è quello per \$5 miliardi in due tranches lanciato da Bristol-Myers Squibb, quotato tripla A, con uno spread relativamente ristretto di circa 100 punti base. Analogamente, General Electric Capital ha collocato sul mercato due emissioni AAA nella settimana seguita agli attentati terroristici, raccogliendo \$4,7 miliardi.

Anche il settore pubblico ha ridotto le proprie emissioni nette, sebbene in misura più contenuta. Ciò ha rispecchiato soprattutto il minore fabbisogno di finanziamento delle amministrazioni centrali, i cui collocamenti netti sono scesi da \$8 a -3 miliardi tra il secondo e il terzo trimestre. Nello stesso periodo sono leggermente diminuiti anche i collocamenti netti degli enti di emanazione governativa (da \$48 a 44 miliardi). Su base lorda, la loro attività di emissione è invece aumentata da \$100 a 112 miliardi, soprattutto in virtù delle agenzie USA, le cui emissioni lorde a lungo termine hanno toccato un record di \$88 miliardi nel terzo trimestre, contro \$79 miliardi in quello precedente. Vi hanno contribuito il desiderio degli enti USA di credito all'edilizia residenziale di acquisire uno status di benchmark per le loro emissioni e l'impennata del rifinanziamento ipotecario negli Stati Uniti.

Gli enti USA mantengono un ruolo attivo



Rallentamento economico e turbolenze colpiscono i paesi in via di sviluppo

Rimborsi netti di titoli di debito da parte di mutuatari dei paesi emergenti ...

Nel terzo trimestre 2001 le emissioni nette di titoli internazionali da parte delle economie emergenti sono risultate leggermente negative (-\$4 miliardi). Ciò non dovrebbe sorprendere se si considerano gli effetti della decelerazione economica mondiale sui proventi attesi delle esportazioni di quest'area e le turbolenze che hanno colpito alcuni di questi paesi in luglio. L'indebitamento netto è diminuito in tutte le regioni, ma la contrazione più forte tra il secondo e il terzo trimestre (da \$7,4 a -3,8 miliardi) ha riguardato gli emittenti dell'America latina e dei Caraibi. Essa è dovuta per la maggior parte alla drastica flessione dei collocamenti netti dei mutuatari messicani. È parimenti diminuita la raccolta netta di prenditori dell'Asia e dell'area del Pacifico, da \$1,8 a -3,5 miliardi, dopo gli incrementi registrati nel trimestre precedente.

Nondimeno, nel periodo in esame alcune economie emergenti hanno mantenuto l'accesso ai mercati internazionali dei titoli di debito. Ad esempio, l'Argentina ha lanciato emissioni per \$356 milioni mediante una serie di annunci di ammontare relativamente modesto; l'operazione di dimensioni maggiori è un'emissione per \$74 milioni della Provincia di Buenos Aires. Essa

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per valuta e area geografica¹

in miliardi di dollari USA

Area geografica/valuta		1999	2000			2001		
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Nord America	Dollaro USA	434,2	379,4	115,3	99,8	123,0	96,0	83,0
	Euro	47,8	44,8	17,7	10,8	20,9	14,7	7,0
	Yen	– 2,0	16,9	3,5	3,1	3,3	5,2	6,5
	Altre valute	16,8	16,3	3,8	7,8	4,9	3,1	– 1,5
Europa	Dollaro USA	59,6	172,8	42,3	54,0	24,7	13,2	– 3,4
	Euro	514,0	412,3	83,3	104,6	129,3	104,3	53,3
	Yen	4,1	40,7	7,9	– 2,5	– 6,0	1,9	4,0
	Altre valute	76,5	89,0	25,8	24,9	18,7	10,9	11,6
Altre aree	Dollaro USA	52,5	63,8	14,1	8,3	3,6	19,5	7,4
	Euro	39,0	15,1	1,9	2,0	5,4	4,1	0,5
	Yen	– 13,6	– 20,3	– 2,4	– 4,6	– 3,3	4,5	– 2,1
	Altre valute	12,3	15,0	4,3	4,4	0,8	0,1	2,6
Totale	Dollaro USA	546,3	616,0	171,7	162,1	151,3	128,6	87,0
	Euro	600,8	472,2	102,9	117,4	155,6	123,0	60,8
	Yen	– 11,5	37,4	9,0	– 4,0	– 6,0	11,6	8,3
	Altre valute	105,5	120,3	33,8	37,1	24,4	14,2	12,6

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.3

ha avuto luogo benché fosse in corso un dibattito pubblico sulla ristrutturazione del debito argentino. Il Messico, il cui indebitamento netto si è ridotto sensibilmente nel terzo trimestre, ha annunciato nuove operazioni per \$3,1 miliardi e il Brasile per \$3,5 miliardi.

L'accresciuta incertezza circa le prospettive delle economie emergenti dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre ha gravemente pregiudicato l'accesso dei mutuatari di quest'area al mercato internazionale dei titoli di debito verso la fine del terzo trimestre. L'annuncio da parte di due grandi emittenti messicani della sospensione di alcuni pagamenti in conto interessi a causa del peggioramento delle condizioni economiche ha ulteriormente accentuato l'avversione al rischio degli investitori globali. Di fatto, le sole emissioni sovrane di rilievo comparse sul mercato dopo l'11 settembre sono quelle per \$650 milioni del governo cileno, l'11 ottobre, e per \$500 milioni della Repubblica Dominicana, il 27 novembre.

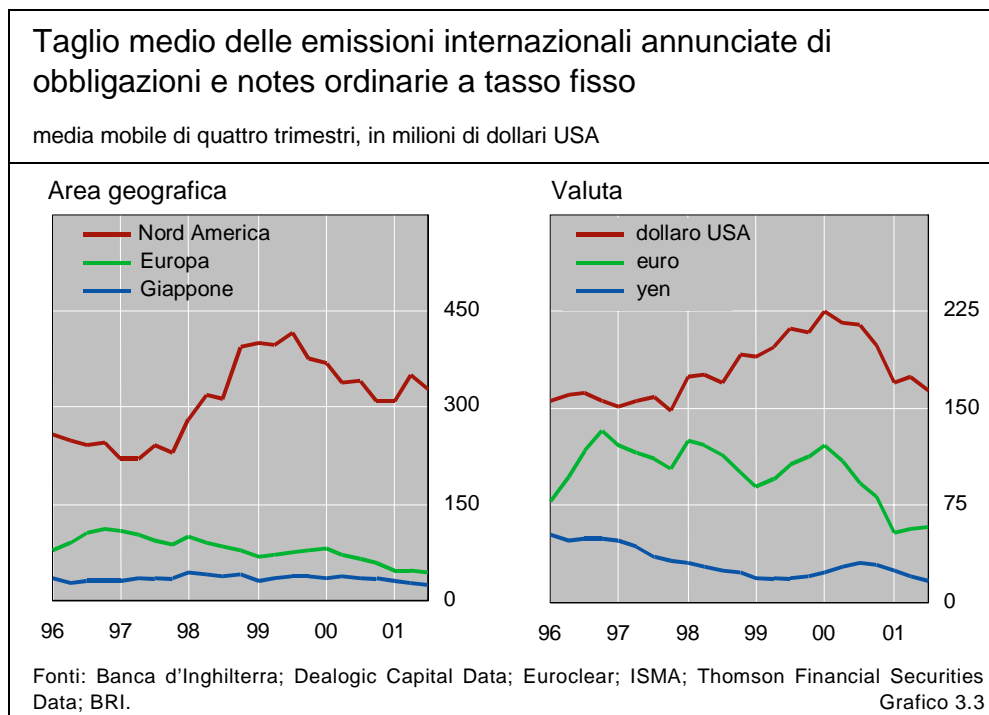
... mentre permangono differenze nella loro capacità di accesso ai mercati dei capitali

Calano le emissioni sia in dollari che in euro

A causa dell'indebolimento dell'economia mondiale le emissioni nette denominate sia in dollari USA che in euro hanno continuato a diminuire, rispettivamente del 30 e 50% circa tra il secondo e il terzo trimestre. Il calo della domanda di fondi pare essere stato particolarmente pronunciato in Europa, dove i collocamenti netti in euro dei residenti sono scesi del 19% tra il primo e il secondo trimestre e di un ulteriore 50% tra il secondo e il terzo. A ciò fa riscontro una contrazione di quasi il 33% delle emissioni nette in dollari di mutuatari nordamericani negli ultimi sei mesi.

Le emissioni in euro calano più rapidamente di quelle in dollari

Nei primi tre trimestri del 2001 è proseguita la generale tendenza a una riduzione del taglio delle emissioni ordinarie a tasso fisso (grafico 3.3).



Prosegue la
tendenza verso
emissioni di più
piccolo taglio

Considerando le varie aree geografiche, la riduzione proporzionalmente maggiore nel periodo 1997-2001 si è avuta in Europa, con una dimensione media degli annunci pressoché dimezzatasi. L'importo medio delle emissioni in euro era aumentato all'epoca dell'introduzione della moneta unica, allorché alcuni mutuatari avevano cercato di ottenere lo status di benchmark per le loro emissioni (cfr. "La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark", a pag. 53). Tuttavia, più di recente le dimensioni dei collocamenti in euro sono tornate a diminuire. Anche l'ammontare medio delle operazioni in yen si è ridotto notevolmente tra il 1997 e il 2001 (da \$33 a 16 milioni).