

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

La ripresa dell'attività economica USA nel primo trimestre 2002 non si è accompagnata a una crescita complessiva della domanda di finanziamenti internazionali. Nel periodo sotto rassegna le emissioni nette sul mercato internazionale dei titoli di debito sono ammontate a \$210 miliardi (tabella 3.1),

| Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito | | | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------------------|
| in miliardi di dollari USA | | | | | | | | |
| | 2000 | 2001 | 2001 | | | | 2002 | Stock a fine marzo 2002 |
| | Anno | Anno | 1° trim | 2° trim | 3° trim | 4° trim | 1° trim | |
| Totale emissioni nette | 1 241,1 | 1 067,0 | 326,3 | 291,6 | 177,3 | 271,8 | 209,6 | 7 412,5 |
| Strumenti del mercato monetario ¹ | 152,1 | -78,9 | 2,2 | -26,2 | -45,6 | -9,3 | -8,4 | 387,2 |
| <i>Commercial paper</i> | 55,2 | 26,9 | 22,3 | 10,1 | -12,0 | 6,5 | 5,5 | 247,3 |
| Obbligazioni e notes ¹ | 1 088,9 | 1 145,9 | 324,1 | 317,8 | 222,9 | 281,1 | 218,0 | 7 025,3 |
| <i>A tasso variabile</i> | 356,8 | 301,7 | 85,5 | 70,2 | 73,9 | 72,1 | 45,3 | 1 772,3 |
| <i>Ordinarie a tasso fisso</i> | 715,4 | 808,6 | 234,7 | 238,0 | 142,9 | 193,1 | 169,6 | 4 980,3 |
| <i>Collegate ad azioni</i> | 16,7 | 35,5 | 3,9 | 9,6 | 6,1 | 15,9 | 3,1 | 272,7 |
| Economie avanzate | 1 160,9 | 990,2 | 312,1 | 252,2 | 163,9 | 262,0 | 191,4 | 6 438,5 |
| <i>Stati Uniti</i> | 465,3 | 481,1 | 151,9 | 121,2 | 93,7 | 114,2 | 105,3 | 2 323,1 |
| <i>Area dell'euro</i> | 559,4 | 424,6 | 146,8 | 95,4 | 66,2 | 116,2 | 72,6 | 2 616,6 |
| <i>Giappone</i> | -25,9 | -14,0 | -4,1 | 0,3 | -6,5 | -3,7 | -9,7 | 246,7 |
| Centri offshore | 15,0 | 21,0 | 7,1 | 5,4 | 4,6 | 3,9 | 2,6 | 92,6 |
| Economie emergenti | 42,4 | 39,8 | 8,9 | 28,4 | -2,2 | 4,6 | 8,1 | 493,4 |
| Istituzioni internazionali | 22,8 | 16,1 | -1,8 | 5,7 | 11,0 | 1,2 | 7,5 | 388,1 |
| Settore privato | 973,0 | 803,2 | 264,8 | 215,3 | 122,0 | 201,2 | 134,1 | 5 514,4 |
| <i>Istituzioni finanziarie²</i> | 800,4 | 641,7 | 221,5 | 159,4 | 101,7 | 159,1 | 132,8 | 4 457,2 |
| <i>Imprese private</i> | 172,6 | 161,6 | 43,3 | 55,9 | 20,3 | 42,1 | 1,2 | 1 057,3 |
| Settore pubblico ³ | 245,3 | 247,7 | 63,3 | 70,7 | 44,4 | 69,3 | 68,1 | 1 510,0 |
| <i>Amministrazioni centrali</i> | 52,6 | 38,3 | 9,4 | 23,3 | -2,3 | 8,0 | 16,4 | 529,7 |
| <i>Altri enti pubblici</i> | 192,7 | 209,5 | 54,0 | 47,5 | 46,7 | 61,4 | 51,6 | 980,3 |
| <i>Per memoria: CP del mercato interno⁴</i> | 255,0 | -140,1 | -57,1 | -63,3 | -50,9 | 31,2 | -78,3 | 1 827,7 |
| <i>di cui: USA</i> | 208,3 | -161,2 | -63,1 | -67,9 | -58,5 | 28,3 | -63,3 | 1 377,6 |

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 primo trimestre 2002 sono parzialmente stimati.
 Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI.

Tabella 3.1

con un calo del 23% rispetto al livello del trimestre precedente e del 36% sul primo trimestre 2001. A fronte di un volume relativamente sostenuto di emissioni lorde annunciate (\$524 miliardi, tabella 3.2), i collocamenti netti sono stati limitati dal forte aumento dei rimborsi, saliti al livello record di \$270 miliardi.

Il declino dell'attività netta di emissione dal quarto trimestre 2001 sovrastima con ogni probabilità la variazione della domanda di finanziamenti internazionali. Le stime BRI fanno ritenere che gli attacchi dell'11 settembre abbiano condotto al rinvio di emissioni per \$50 miliardi circa dal terzo al quarto trimestre. Nell'ipotesi che i rimborsi non siano stati influenzati in egual misura dagli attentati, le emissioni nette del quarto trimestre risultano artificialmente gonfiate. Tenendo conto di questo fattore, la dinamica della raccolta netta sul mercato internazionale degli strumenti debitori appare relativamente stabile negli ultimi due trimestri, poiché il ridotto fabbisogno di finanziamento dei settori telecom e automobilistico è stato in parte compensato dalle accresciute emissioni nette del settore pubblico e delle economie emergenti.

Nel primo trimestre 2002 si è osservato un mutamento nella struttura per scadenze dei titoli di debito internazionali, in quanto la scarsa ricettività del mercato della CP ha spinto taluni mutuatari ad allungare la scadenza del loro

| Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali | | | | | | | |
|---|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| in miliardi di dollari USA | | | | | | | |
| | 2000 | 2001 | 2001 | | | | 2002 |
| | Anno | Anno | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. |
| Totale emissioni annunciate | 1 707,7 | 2 027,9 | 554,5 | 562,0 | 419,9 | 491,5 | 523,7 |
| A tasso variabile | 521,0 | 556,5 | 134,5 | 135,4 | 139,0 | 147,5 | 129,2 |
| Ordinarie a tasso fisso | 1 130,2 | 1 403,9 | 407,5 | 408,9 | 269,7 | 317,7 | 385,1 |
| Collegate ad azioni ¹ | 56,5 | 67,5 | 12,4 | 17,7 | 11,1 | 26,2 | 9,4 |
| Dollaro USA | 794,5 | 982,0 | 259,9 | 286,6 | 224,0 | 211,5 | 270,1 |
| Euro | 582,7 | 719,6 | 215,2 | 187,5 | 123,8 | 193,2 | 182,5 |
| Yen | 129,1 | 120,6 | 27,7 | 36,8 | 32,0 | 24,2 | 16,0 |
| Altre valute | 201,4 | 205,7 | 51,8 | 51,2 | 40,1 | 62,6 | 55,1 |
| Settore privato | 1 322,6 | 1 479,5 | 411,7 | 398,7 | 294,1 | 375,0 | 372,8 |
| Istituzioni finanziarie ² | 1 090,4 | 1 178,8 | 332,8 | 309,1 | 244,5 | 292,3 | 317,1 |
| Imprese private | 232,2 | 300,7 | 78,8 | 89,6 | 49,5 | 82,7 | 55,8 |
| di cui: società telecom | 115,3 | 134,6 | 49,5 | 30,2 | 15,9 | 39,0 | 11,6 |
| Settore pubblico | 316,0 | 473,7 | 125,9 | 140,4 | 105,8 | 101,7 | 122,8 |
| Amministrazioni centrali | 92,9 | 108,5 | 31,4 | 49,4 | 13,4 | 14,2 | 30,8 |
| Altri enti pubblici | 223,1 | 365,2 | 94,5 | 90,9 | 92,3 | 87,4 | 91,9 |
| Istituzioni internazionali | 69,2 | 74,6 | 17,0 | 22,9 | 20,0 | 14,8 | 28,1 |
| Emissioni perfezionate | 1 709,5 | 2 025,6 | 543,0 | 551,0 | 430,6 | 501,1 | 487,2 |
| Per memoria: rimborsi | 620,5 | 879,7 | 218,9 | 233,2 | 207,7 | 219,9 | 269,3 |

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

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella 3.2

debito. Invero, lo stock di CP del mercato interno USA è diminuito di \$63 miliardi nel primo trimestre e le consistenze in essere di strumenti del mercato monetario internazionali sono calate per il quarto trimestre di seguito.

Restano depresse le emissioni dei mutuatari privati nelle economie avanzate

Il calo delle emissioni nette di titoli di debito internazionali fra il quarto trimestre 2001 e il primo di quest'anno è attribuibile esclusivamente al comportamento dei mutuatari nelle economie avanzate. L'area dell'euro ha registrato la contrazione maggiore in termini assoluti, da \$116 a 73 miliardi, mentre negli Stati Uniti i collocamenti al netto dei rimborsi sono scesi da \$114 a 105 miliardi. In Giappone l'attività netta di emissione è stata negativa per il terzo trimestre consecutivo, e la flessione (a \$10 miliardi) è quasi interamente riconducibile alle istituzioni finanziarie del paese.

Brusco calo dell'indebitamento del settore privato ...

La causa principale del declino delle emissioni nette nelle economie avanzate va ricercata nel brusco calo dell'indebitamento del settore privato. La raccolta netta globale delle istituzioni finanziarie è scesa a \$133 miliardi, il 40% in meno del massimo raggiunto nel primo trimestre 2001. Al netto dei rimborsi, i collocamenti delle società non finanziarie si sono praticamente esauriti, calando del 97% a \$1 miliardo; se ne deduce che, a livello aggregato, una quota sostanziale delle emissioni lorde è stata utilizzata per rifinanziare passività in essere.

Vi ha altresì influito il ridotto fabbisogno di fondi dei settori telecom e automobilistico. Le emissioni lorde a lungo termine delle società telecom sono scese da \$39 miliardi nel quarto trimestre 2001 a \$12 miliardi nel primo del 2002, mentre quelle delle aziende automobilistiche sono arretrate da \$27 a 20 miliardi. Per contro, i collocamenti netti del settore pubblico, attestatisi a \$68 miliardi, sono rimasti sostenuti grazie all'aumento a \$16 miliardi della raccolta delle amministrazioni centrali, che ha pressoché controbilanciato il calo delle emissioni nette degli enti statali, scese del 16%.

... che indica il protrarsi di una debole domanda di investimenti

La sostenutezza relativa dell'attività di emissione nel quarto trimestre 2001 va vista alla luce del precedente impatto esercitato dal rallentamento economico globale sulla domanda di finanziamento internazionale. Nel primo trimestre di quest'anno i collocamenti netti sul mercato internazionale dei titoli di debito si sono situati ben al disotto dei livelli osservati prima che l'economia mondiale entrasse in fase contrattiva. Il fatto che l'attività netta di emissione non sia tornata a ritmi di crescita più normali sta a indicare che a livello mondiale le imprese restano esitanti a effettuare significativi investimenti fissi.

Le perduranti difficoltà nel mercato della CP incoraggiano le emissioni a medio-lungo termine

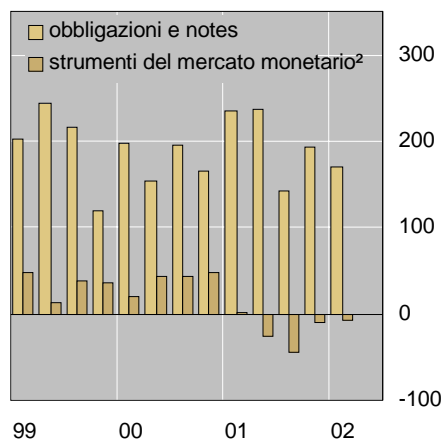
Le perduranti difficoltà nel mercato della CP...

Nel primo trimestre 2002 i declassamenti del merito di credito e la scarsa disponibilità di talune banche a fornire linee creditizie di appoggio (cfr. pagg. 5-7) hanno acuito le difficoltà di diversi emittenti tradizionali di CP. I fondi

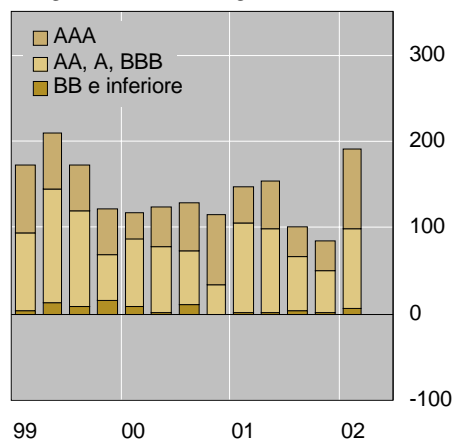
Emissioni internazionali nette per scadenza e classe di rating

in miliardi di dollari USA

Emissioni ordinarie a tasso fisso



Obbligazioni con rating¹



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

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

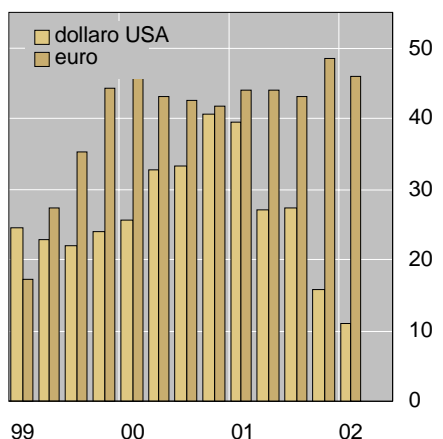
Grafico 3.1

di investimento del mercato monetario sono i principali acquirenti di CP, e da tempo la Securities and Exchange Commission ha limitato l'ammontare della loro esposizione in carta commerciale di qualità inferiore. Il declassamento del rating di alcuni importanti emittenti agli inizi dell'anno li ha di fatto estromessi dal mercato della CP. Per giunta, in aprile una primaria banca statunitense ha annunciato la sua intenzione di cessare l'erogazione di linee di appoggio, che

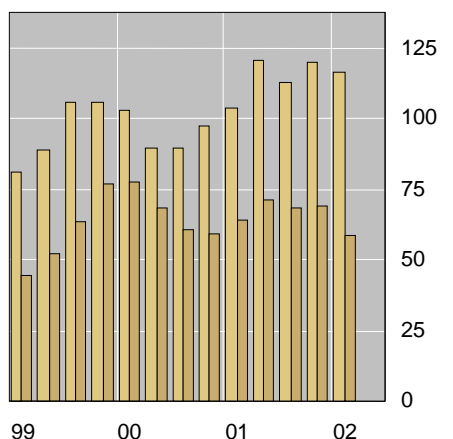
Emissioni nette di obbligazioni e notes internazionali

medie mobili di quattro trimestri, in miliardi di dollari USA

Emissioni a tasso variabile



Emissioni ordinarie a tasso fisso



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

Grafico 3.2

negli ultimi tempi erano divenute indispensabili per il lancio di CP. Nel mercato interno USA, queste difficoltà hanno determinato un nuovo calo dello stock di CP in essere che, al livello di \$1 378 miliardi, risulta inferiore del 14% al massimo toccato nel quarto trimestre 2000. La contrazione è stata ancor più pronunciata per le imprese non finanziarie, il cui ammontare di CP sull'interno è calato del 50% dal terzo trimestre 2000. Anche le consistenze di strumenti del mercato monetario internazionali sono diminuite nel periodo sotto rassegna per il quarto trimestre consecutivo.

... favoriscono nuovamente le emissioni a lungo termine

I collocamenti netti di obbligazioni con rating sono cresciuti nettamente tra l'ultimo trimestre 2000 e il primo di quest'anno, salendo del 128% al livello quasi record di \$191 miliardi (grafico 3.1). Particolarmente significativo è stato l'incremento nel comparto AAA, aumentato del 172% a \$93 miliardi, mentre le emissioni nette di titoli quotati BBB sono passate da \$4,8 a 7,7 miliardi. Quest'ultimo risultato appare coerente con l'opinione, espressa nel Quadro generale degli sviluppi, secondo cui le difficoltà del mercato della CP negli ultimi tre mesi del 2001 sarebbero associate al continuo spostamento dei prenditori societari dal debito a breve a quello a lungo termine. I mutuatari in dollari USA hanno manifestato ancora una volta la loro preferenza per le emissioni ordinarie a tasso fisso (grafico 3.2), mentre quelli in euro hanno continuato a propendere per quelle a tasso variabile.

Recupero delle emissioni nette delle economie emergenti

Le maggiori emissioni delle economie emergenti in termini aggregati ...

Le emissioni nette di titoli di debito internazionali da parte dei paesi emergenti hanno segnato un certo recupero nel periodo in esame, raggiungendo un ammontare di \$8 miliardi, leggermente inferiore alla media trimestrale di \$10 miliardi registrata dall'inizio della crisi finanziaria asiatica. L'aumento si è distribuito in modo abbastanza omogeneo fra le varie regioni. Le emissioni lorde annunciate sono salite da \$22 miliardi nel quarto trimestre 2001 a \$26 miliardi nel primo trimestre di quest'anno.

... celano differenze fra le varie regioni

Le cifre aggregate celano nondimeno importanti differenze infraregionali nei profili del finanziamento mobiliare. Nei paesi emergenti dell'Asia, ad esempio, il forte calo delle emissioni nette dei prenditori sud-coreani, da \$1,5 a -2,4 miliardi fra il quarto trimestre 2001 e il primo trimestre 2002, è stato in parte compensato dall'aumento di quelle cinesi, salite da -\$0,3 a 0,5 miliardi, e filippine, da \$0,8 a 1,7 miliardi. Quest'ultima cifra comprende due ingenti prestiti lanciati dalla Repubblica delle Filippine per \$1 e 0,75 miliardi. In America latina sia il Brasile che il Messico hanno accresciuto le loro emissioni nette nel periodo sotto rassegna, di \$3,2 e \$1,6 miliardi rispettivamente. Il Perù, che ha collocato le sue prime obbligazioni internazionali dal 1928, ha raccolto \$0,5 miliardi con titoli di nuova emissione e ulteriori \$0,9 miliardi con la conversione di cinque obbligazioni Brady in essere. Per converso, le emissioni nette di Argentina e Venezuela sono calate di \$2 e 1,0 miliardi rispettivamente.

Il Perù emette la prima obbligazione internazionale dopo più di 70 anni

| Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e valuta ¹ | | | | | | | | |
|--|--------------|-------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|
| in miliardi di dollari USA | | | | | | | | |
| Area geografica/valuta | | 2000 | 2001 | 2001 | | | | 2002 |
| | | Anno | Anno | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. |
| Nord America | Dollaro USA | 378,5 | 400,4 | 121,9 | 97,7 | 83,9 | 96,9 | 89,7 |
| | Euro | 44,5 | 64,4 | 20,9 | 15,5 | 7,2 | 20,9 | 18,0 |
| | Yen | 17,2 | 16,4 | 3,2 | 5,2 | 6,4 | 1,6 | -3,5 |
| | Altre valute | 17,3 | 7,4 | 4,9 | 3,2 | -1,5 | 0,7 | 3,7 |
| Europa | Dollaro USA | 171,9 | 46,5 | 23,8 | 13,2 | -2,7 | 12,2 | 3,2 |
| | Euro | 411,6 | 396,7 | 128,7 | 98,7 | 57,9 | 111,4 | 82,8 |
| | Yen | 40,8 | -2,6 | -6,0 | 2,1 | 3,9 | -2,6 | -13,3 |
| | Altre valute | 88,0 | 69,8 | 19,2 | 11,3 | 11,9 | 27,5 | 17,4 |
| Altre aree | Dollaro USA | 61,5 | 55,0 | 7,4 | 36,2 | 9,7 | 1,7 | 17,6 |
| | Euro | 15,0 | 12,9 | 5,3 | 4,5 | 0,3 | 2,9 | 3,5 |
| | Yen | -20,3 | -1,9 | -3,2 | 4,5 | -2,1 | -1,0 | -12,5 |
| | Altre valute | 15,0 | 1,9 | 0,2 | -0,4 | 2,4 | -0,3 | 3,1 |
| Totale | Dollaro USA | 611,9 | 501,9 | 153,1 | 147,1 | 90,9 | 110,8 | 110,6 |
| | Euro | 471,1 | 474,1 | 154,9 | 118,6 | 65,4 | 135,1 | 104,3 |
| | Yen | 37,7 | 12,0 | -6,0 | 11,8 | 8,3 | -2,0 | -29,3 |
| | Altre valute | 120,4 | 79,1 | 24,4 | 14,1 | 12,7 | 27,9 | 24,1 |

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

Al minimo storico le emissioni nette di strumenti collegati ad azioni

I collocamenti netti di titoli collegati ad azioni sono scesi a \$3 miliardi nel primo trimestre 2002, contro \$16 miliardi nel trimestre precedente. In percentuale delle operazioni totali annunciate (tabella 3.2), le emissioni lorde di questo comparto hanno toccato il minimo storico nel periodo in esame. Gli hedge funds, nei cui portafogli figuravano ingenti quantitativi di obbligazioni convertibili, hanno accusato pesanti perdite su tali posizioni nell'ultimo trimestre dello scorso anno; di conseguenza, essi hanno drasticamente ridotto la loro propensione per gli strumenti collegati a titoli azionari.