

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nonostante il peggioramento delle condizioni finanziarie in giugno, le emissioni nette sul mercato internazionale dei titoli di debito hanno segnato una forte ripresa durante tutto il secondo trimestre 2002 attestandosi a \$344 miliardi (tabella 3.1), con un aumento dell'11% sul trimestre precedente. La crescita

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 giugno 2002
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale emissioni nette	1 237,8	1 348,8	370,8	224,8	339,4	310,2	344,0	8 634,7
Strumenti del mercato monetario ¹	152,1	-78,9	-26,2	-45,6	-9,3	-7,8	7,5	423,4
<i>Commercial paper</i>	55,2	26,9	10,1	-12,0	6,5	5,5	1,8	266,8
Obbligazioni e notes ¹	1 085,6	1 427,7	397,0	270,4	348,8	318,0	336,5	8 211,3
<i>A tasso variabile</i>	354,6	391,6	98,7	93,8	95,9	61,0	74,4	2 076,8
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	714,3	996,4	287,6	170,5	237,5	253,7	247,9	5 824,4
<i>Collegate ad azioni</i>	16,7	39,7	10,7	6,2	15,3	3,3	14,1	310,1
Economie avanzate	1 158,1	1 260,8	327,2	210,1	323,8	286,3	325,3	7 582,6
<i>Stati Uniti</i>	464,5	597,2	155,4	114,3	136,9	138,8	117,5	2 638,7
<i>Area dell'euro</i>	558,2	551,5	126,9	87,4	149,3	128,4	151,2	3 261,2
<i>Giappone</i>	-25,8	-10,1	1,1	-6,5	-1,8	-9,3	3,2	272,4
Centri offshore	14,7	27,0	8,1	5,4	6,4	4,5	-0,1	103,0
Economie emergenti	42,1	44,7	29,9	-1,8	7,9	11,5	12,0	528,6
Organizzazioni internazionali	22,9	16,3	5,7	11,1	1,3	8,0	6,8	420,6
Settore privato	970,4	1 003,3	267,5	156,4	252,0	193,1	285,9	6 463,4
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	798,1	800,3	200,7	133,6	196,4	178,9	243,5	5 242,7
<i>Imprese private</i>	172,3	202,9	66,8	22,8	55,6	14,2	42,5	1 220,7
Settore pubblico ³	244,5	329,3	97,7	57,2	86,2	109,1	51,3	1 750,7
<i>Amministrazioni centrali</i>	52,6	60,5	32,1	-2,3	11,6	45,1	7,2	629,1
<i>Altri enti pubblici</i>	191,9	268,7	65,6	59,5	74,6	64,0	44,0	1 121,7
<i>Per memoria: CP del mercato interno⁴</i>	255,6	-139,6	-63,1	-49,8	30,7	-73,0	-58,5	1 828,4
<i>di cui: USA</i>	208,3	-161,2	-67,9	-58,5	28,3	-63,3	-57,0	1 320,6

¹ Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.
³ Escluse le organizzazioni internazionali. ⁴ I dati per il secondo trimestre 2002 sono parzialmente stimati.
 Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI.

Tabella 3.1

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2000	2001	2001			2002	
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Totale emissioni annunciate	1 703,8	2 306,5	639,8	465,8	554,1	606,5	582,0
A tasso variabile	518,2	643,6	163,1	157,1	168,7	141,8	165,0
Ordinarie a tasso fisso	1 129,1	1 590,7	458,0	297,6	359,1	455,1	396,3
Collegate ad azioni ¹	56,5	72,2	18,7	11,1	26,3	9,6	20,7
Dollaro USA	791,8	1 131,9	332,2	247,0	243,6	310,8	260,4
Euro	581,7	841,9	217,0	145,7	221,3	228,4	235,5
Yen	129,1	125,3	38,8	32,5	26,2	16,4	25,9
Altre valute	201,2	207,5	51,7	40,6	62,9	51,0	60,1
Settore privato	1 319,5	1 676,6	451,0	327,0	420,9	416,7	438,2
Istituzioni finanziarie ²	1 087,6	1 335,4	349,8	276,0	325,7	353,1	364,1
Imprese private	231,9	341,1	101,3	51,0	95,2	63,6	74,2
di cui: società telecom	119,3	134,6	30,2	15,9	38,0	11,8	14,5
Settore pubblico	315,1	555,2	165,9	118,7	118,4	163,8	122,5
Amministrazioni centrali	92,9	130,8	58,2	13,4	17,9	59,3	29,0
Altri enti pubblici	222,2	424,4	107,6	105,3	100,5	104,6	93,5
Organizzazioni internazionali	69,2	74,8	22,9	20,1	14,8	26,0	21,3
Emissioni perfezionate	1 705,6	2 306,3	630,2	478,1	568,4	587,9	579,2
Per memoria: rimborsi	619,9	878,6	233,2	207,7	219,6	269,9	242,7

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

della domanda di fondi da parte del settore privato è stata molto più ampia di quanto non traspaia dalle cifre aggregate, poiché le emissioni nette del settore pubblico sono calate sensibilmente. L'incremento della raccolta del settore privato in termini aggregati è quasi interamente dovuto alle attività dei mutuatari europei e giapponesi. Per contro, le emissioni nette di prenditori basati negli Stati Uniti sono calate da \$139 a 118 miliardi tra il primo e il secondo trimestre. Il finanziamento mobiliare ai mutuatari delle economie emergenti sul mercato internazionale è proseguito a ritmi moderati.

Verso la fine del secondo trimestre le emissioni annunciate di obbligazioni internazionali sono scese a livelli nettamente inferiori a quelli normalmente prevedibili in base a fattori stagionali. La flessione è intervenuta in presenza di un ampliamento degli spreads societari (cfr. "Quadro generale degli sviluppi", a pag. 1), a indicazione non tanto di carenze dal lato della domanda, quanto di un inasprimento delle condizioni di offerta. Le emissioni lorde dei mutuatari di qualità bancaria hanno segnato un calo particolarmente pronunciato, che ha fatto seguito alla drastica riduzione dell'attività lorda dei prenditori di qualità non bancaria, iniziata in maggio. Nel mese di luglio gli spreads creditizi negli Stati Uniti e in Europa si sono ampliati fortemente (cfr. "Quadro generale degli sviluppi"). In Europa gli emittenti di qualità bancaria hanno ulteriormente ridotto le operazioni annunciate, mentre i collocamenti dei loro omologhi negli Stati Uniti si sono pressoché esauriti. Va rilevato in particolare che, dopo diversi

mesi di emissioni sostenute, in luglio le principali società finanziarie statunitensi sono state quasi completamente assenti dai mercati internazionali di obbligazioni e notes.

Il calo delle emissioni pubbliche è compensato dai collocamenti del settore privato

Il calo delle emissioni pubbliche ...

Le emissioni nette dei mutuatari del settore pubblico hanno subito un forte calo tra il primo e il secondo trimestre 2002: esse sono ammontate a \$51 miliardi nel secondo trimestre, un livello inferiore del 53% all'ammontare record del periodo precedente. Il declino si è ripartito abbastanza equamente tra prenditori negli Stati Uniti e in Europa. Nelle economie europee avanzate, esso è riconducibile al minore indebitamento delle Amministrazioni centrali. Negli Stati Uniti la diminuzione, da \$61 a 37 miliardi, si è accompagnata a un calo delle operazioni perfezionate per \$19 miliardi. Vi hanno contribuito le ridotte emissioni lorde delle agenzie di credito ipotecario USA: Freddie Mac è passata da \$41 a 33 miliardi, Fannie Mae da \$31 a 24 miliardi. Nondimeno, tra le operazioni più ingenti sui mercati internazionali di obbligazioni e notes figurano due emissioni per \$6 miliardi ciascuna di Freddie Mac e Fannie Mae, quest'ultima con uno spread di 26 punti base.

... più che compensato da un aumento di quelle private

Il calo delle emissioni nette degli enti del settore pubblico nel secondo trimestre 2002 è stato più che compensato dal forte aumento della raccolta netta degli emittenti privati, salita a \$286 miliardi (+48%). La crescita ha

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	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Nord America	Dollaro USA	377,7	526,4	136,1	105,9	120,9	126,6	93,3
	Euro	44,5	64,4	15,5	7,1	20,9	17,8	15,1
	Yen	17,2	17,5	5,7	6,7	1,8	-3,5	1,7
	Altre valute	17,3	8,3	3,5	-1,0	0,7	3,5	6,2
Europa	Dollaro USA	170,2	56,7	14,2	-0,7	15,6	6,5	43,0
	Euro	411,3	520,1	130,1	79,1	142,2	137,9	133,8
	Yen	40,8	-1,4	3,3	3,9	-2,6	-13,3	-4,7
	Altre valute	88,1	71,1	11,7	11,9	28,1	17,0	30,9
Altre aree	Dollaro USA	61,4	69,8	41,8	11,0	7,7	23,6	13,7
	Euro	14,8	13,0	4,8	0,3	2,9	3,1	7,2
	Yen	-20,3	0,6	4,8	-1,9	0,9	-12,1	5,9
	Altre valute	14,9	2,4	-0,7	2,4	0,3	3,2	-2,0
Totale	Dollaro USA	609,3	652,8	192,1	116,2	144,2	156,6	149,9
	Euro	470,6	597,5	150,3	86,5	166,0	158,7	156,2
	Yen	37,7	16,7	13,9	8,7	0,1	-28,9	2,8
	Altre valute	120,2	81,8	14,6	13,3	29,1	23,7	35,0

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

interessato tanto le istituzioni finanziarie quanto le società non finanziarie. Le emissioni nette del primo gruppo sono state particolarmente sostenute, toccando \$244 miliardi, il terzo livello più alto mai registrato. Il collocamento più ingente del settore privato, un prestito per \$6 miliardi, è stato lanciato da GE Capital Corporation.

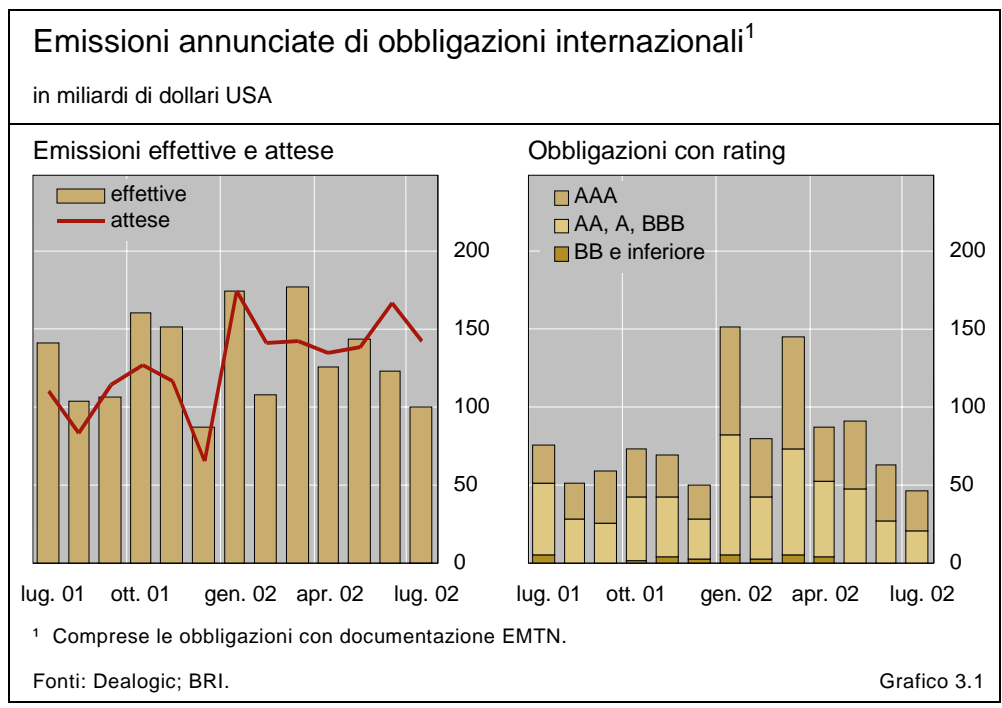
L'accresciuto indebitamento del settore privato è quasi interamente attribuibile ai residenti delle economie europee avanzate, le cui emissioni nette sono passate da \$108 miliardi nel primo trimestre 2002 a \$184 miliardi nel secondo. In Giappone la raccolta di questo settore è aumentata da -\$10 a 4 miliardi, mentre negli Stati Uniti essa è rimasta sostanzialmente invariata. Invero, le emissioni lorde annunciate di mutuatari del settore privato USA sono diminuite da \$161 a 145 miliardi nel periodo sotto rassegna.

I mutuatari dei paesi emergenti mantengono l'accesso al mercato internazionale dei titoli di debito

Nel secondo trimestre 2002 i mutuatari delle economie emergenti hanno continuato a raccogliere in misura moderata sul mercato internazionale dei titoli di debito. Le emissioni nette, pari a \$12 miliardi, sono rimaste praticamente invariate rispetto al trimestre precedente, situandosi poco al di sopra della media trimestrale osservata dall'inizio della crisi asiatica. Le emissioni lorde annunciate sono aumentate leggermente, da \$30 a 33 miliardi. Nel trimestre in esame il maggior prenditore dell'area emergente è stato Petronas Capital Limited, che ha lanciato tre emissioni per oltre \$2,7 miliardi.

Invariata in termini aggregati la raccolta dei paesi emergenti ...

Le cifre aggregate dell'attività di emissione celano ampie variazioni fra i profili regionali del finanziamento. Nelle economie emergenti dell'Asia-Pacifico, ad esempio, i collocamenti netti sono cresciuti da \$4,3 a 10,1 miliardi tra il



Emissioni annunciate di obbligazioni internazionali¹

in miliardi di dollari USA

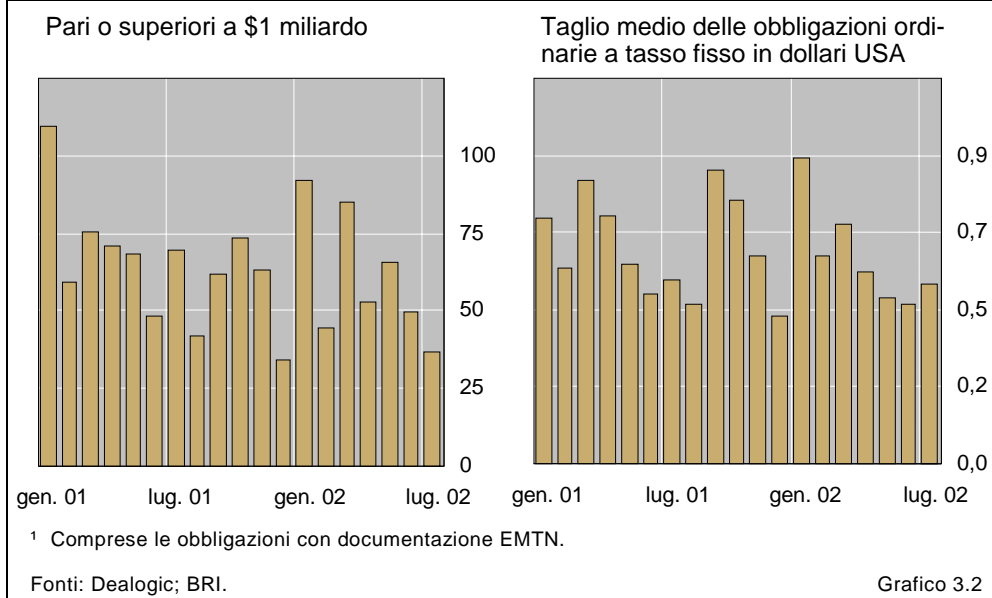


Grafico 3.2

... ma cresce marcatamente quella della Corea del Sud

primo e il secondo trimestre 2002, principalmente per effetto del forte aumento dell'attività dei mutuatari sud-coreani. Per contro, la raccolta è diminuita bruscamente in America latina, da \$4 a –3 miliardi, soprattutto a causa del calo delle emissioni nette in Messico. Anche il Brasile ha registrato un arretramento nel periodo in esame, da \$2,7 a 1 miliardo.

Permangono le difficoltà sul mercato della commercial paper

Nel secondo trimestre è proseguita la contrazione sul mercato interno USA della commercial paper (CP). Le emissioni nette delle istituzioni finanziarie sono calate del 4%, a \$1 151 miliardi, mentre quelle delle imprese non finanziarie sono scese dell'8%, a \$170 miliardi. In termini complessivi la riduzione è stata pari a \$57 miliardi. Nei trimestri precedenti i contestuali aumenti nelle emissioni di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso avevano evidenziato uno spostamento nella distribuzione per scadenze dal breve al lungo periodo. Peraltro, i prestiti ordinari a tasso fisso sono diminuiti nel trimestre in esame (tabella 3.2). I collocamenti netti sul mercato internazionale della CP – dove i volumi trattati sono significativamente più contenuti – hanno invece registrato un valore positivo, attestandosi a \$1,8 miliardi.

A partire da giugno le condizioni del credito sembrano deteriorarsi

Le condizioni sui mercati del credito in generale, e su quelli delle obbligazioni e delle notes internazionali in particolare, sono apparse in peggioramento dal mese di giugno. In contrasto con il notevole aumento che si osserva in genere tra maggio e giugno, le emissioni annunciate di obbligazioni internazionali sono diminuite di \$21 miliardi (grafico 3.1, riquadro di sinistra). A ciò ha contribuito in misura significativa la minore attività di raccolta nelle economie avanzate, dove

Emissioni inaspettatamente contenute in giugno ...

le emissioni di qualità bancaria hanno subito un calo particolarmente marcato, scendendo da \$90 a 63 miliardi, e quelle di qualità non bancaria hanno confermato la loro trascurabile incidenza. Nei primi quattro mesi dell'anno a quest'ultima classe di titoli faceva capo il 2% circa delle operazioni annunciate sul mercato obbligazionario internazionale. Sia in maggio che in giugno, viceversa, gli annunci di tali prestiti hanno concorso allo 0,3% del totale.

Come osservato nel "Quadro generale degli sviluppi", in giugno gli spreads creditizi hanno cominciato ad ampliarsi negli Stati Uniti e continuato il loro trend ascendente in Europa. Tale dinamica evidenzia, unitamente al contestuale calo delle emissioni, una contrazione nell'offerta di fondi sul mercato delle obbligazioni internazionali verso la fine del secondo trimestre. Secondo alcune indicazioni, sarebbero state in particolare le istituzioni finanziarie ad aver avuto difficoltà nel reperire fondi: fra maggio e giugno, le loro emissioni ordinarie a tasso fisso sono diminuite da \$80 a 59 miliardi, mentre quelle di imprese non finanziarie hanno di fatto registrato un lieve aumento.

Gli spreads creditizi hanno continuato ad ampliarsi sia negli Stati Uniti sia in Europa durante il mese di luglio. I dati provvisori mostrano un'ulteriore flessione delle operazioni annunciate sul mercato obbligazionario internazionale, seppure inferiore a quella attesa in base a fattori stagionali. Il volume complessivo delle grandi emissioni internazionali di bond è diminuito a \$37 miliardi, il livello più basso dal dicembre 2001 (grafico 3.2). I collocamenti di prestiti di qualità non bancaria sono rimasti su valori trascurabili, mentre quelli di qualità bancaria sono nuovamente diminuiti in luglio, scendendo a \$46 miliardi, un livello non più osservato dal dicembre 2000. La contrazione di quest'ultima tipologia di emissioni è stata particolarmente pronunciata negli Stati Uniti, dove esse si sono in pratica azzerate. Anche le principali società finanziarie statunitensi sono state assenti dal mercato obbligazionario internazionale: sia in maggio che in giugno i tre maggiori emittenti avevano raccolto \$13 miliardi in termini lordi; in luglio, tuttavia, essi hanno di fatto abbandonato l'attività. Ciò nonostante, nello stesso mese sono stati lanciati diversi ingenti prestiti obbligazionari sul mercato primario: nella classe di rating AA, Crédit Agricole SA e Credit Suisse First Boston hanno collocato entrambi emissioni per \$1 miliardo, la seconda con un differenziale di 185 punti base.

... in presenza di un ampliamento degli spreads creditizi

Le emissioni si riducono ulteriormente in luglio ...

... con il ritiro dal mercato delle maggiori società finanziarie USA