

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Il rallentamento sul mercato internazionale dei titoli di debito cominciato in giugno è proseguito nel terzo trimestre 2002: le emissioni nette sono ammontate ad appena \$183 miliardi (tabella 3.1), il 47% in meno del periodo precedente. Si tratta del livello più basso dal quarto trimestre 1998, quando

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 settembre 2002
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale emissioni nette	1 237,3	1 348,8	224,8	339,4	309,4	344,5	182,7	8 777,4
Strumenti del mercato monetario ¹	152,1	-78,9	-45,6	-9,3	-7,8	8,3	10,4	433,1
<i>Commercial paper</i>	55,2	26,9	-12,0	6,5	5,5	1,8	19,2	285,2
Obbligazioni e notes ¹	1 085,2	1 427,6	270,4	348,8	317,3	336,2	172,3	8 344,3
<i>A tasso variabile</i>	354,6	391,6	93,8	95,9	60,4	74,5	30,9	2 097,4
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	713,9	996,4	170,5	237,5	253,5	247,8	144,7	5 942,0
<i>Collegate ad azioni</i>	16,7	39,7	6,2	15,3	3,3	13,8	-3,3	304,9
Economie avanzate	1 156,7	1 260,7	210,3	324,2	285,3	326,5	166,5	7 712,2
<i>Stati Uniti</i>	464,5	597,6	114,3	137,3	138,1	116,7	36,9	2 670,2
<i>Area dell'euro</i>	558,0	551,2	87,4	149,0	128,4	152,7	91,4	3 326,7
<i>Giappone</i>	-25,8	-10,1	-6,5	-1,8	-10,1	3,2	-6,5	261,6
Centri offshore	15,7	26,4	5,4	5,8	4,4	-0,2	1,6	104,3
Economie emergenti	42,1	45,4	-2,0	8,2	11,7	11,4	5,1	532,2
Organizzazioni internazionali	22,9	16,3	11,1	1,3	8,0	6,8	9,6	428,7
Settore privato	968,9	1 009,0	156,0	256,2	192,6	286,9	121,4	6 564,2
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	796,4	799,5	133,2	196,4	178,2	243,8	120,5	5 338,3
<i>Imprese</i>	172,5	209,5	22,8	59,8	14,3	43,0	0,9	1 225,8
Settore pubblico ³	245,5	323,5	57,7	82,0	108,9	50,9	51,7	1 784,5
<i>Amministrazioni centrali</i>	52,6	60,5	-2,3	11,6	45,1	7,6	7,5	632,4
<i>Altri enti pubblici</i>	192,9	263,0	60,0	70,4	63,8	43,3	44,2	1 152,1
Per memoria: CP del mercato interno ⁴	256,8	-140,0	-49,8	30,5	-71,1	-65,1	-10,4	1 803,0
<i>di cui: USA</i>	208,3	-161,2	-58,5	28,3	-63,3	-57,0	0,2	1 320,8

¹ Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.
³ Escluse le organizzazioni internazionali. ⁴ Per il terzo trimestre 2002, dati 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	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale emissioni annunciate	1 703,4	2 306,5	465,8	554,1	606,4	571,2	453,1
A tasso variabile	518,2	643,6	157,1	168,7	141,9	159,7	151,9
Ordinarie a tasso fisso	1 128,7	1 590,7	297,6	359,1	454,8	390,3	296,4
Collegate ad azioni ¹	56,5	72,2	11,1	26,3	9,6	21,2	4,8
Dollaro USA	791,8	1 131,9	247,0	243,6	310,8	258,4	207,5
Euro	581,7	841,9	145,7	221,3	228,4	229,5	169,1
Yen	128,7	125,3	32,5	26,2	16,4	25,7	23,5
Altre valute	201,2	207,5	40,6	62,9	50,9	57,6	53,0
Settore privato	1 319,4	1 683,1	327,0	425,2	416,8	428,6	324,3
Istituzioni finanziarie ²	1 087,2	1 335,4	276,0	325,8	353,3	353,9	289,7
Imprese	232,2	347,7	51,0	99,4	63,6	74,7	34,6
Settore pubblico	314,8	548,6	118,7	114,1	163,6	122,2	107,6
Amministrazioni centrali	92,9	130,8	13,4	17,9	59,3	29,8	13,0
Altri enti pubblici	221,9	417,9	105,3	96,3	104,3	92,4	94,7
Organizzazioni internazionali	69,2	74,8	20,1	14,8	26,0	20,5	21,2
Emissioni perfezionate	1 705,1	2 306,3	478,1	568,4	587,9	579,2	441,6
Per memoria: rimborsi	620,0	878,7	207,7	219,6	270,6	243,0	269,2

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

la crisi finanziaria russa e il quasi tracollo di LTCM avevano indotto un drastico calo dei collocamenti. La flessione ha interessato sia le economie avanzate che quelle emergenti, ed è stata particolarmente pronunciata per le emissioni nette dei residenti USA. Vi hanno concorso tanto la ridotta attività in termini lordi quanto un aumento dei rimborsi (tabella 3.2).

Il calo delle emissioni nette ha coinciso con un ampliamento degli spread creditizi; ne consegue che i collocamenti sono diminuiti anche a causa della minore propensione degli investitori a fornire fondi, una situazione, questa, che si stava già delineando verso la fine del secondo trimestre. Secondo alcune indicazioni, la raccolta sarebbe stata particolarmente difficoltosa per le istituzioni finanziarie, che nel periodo sotto rassegna hanno ridotto su scala mondiale la propria presenza nei mercati internazionali dei titoli di debito. Ciò induce a chiedersi se nel terzo trimestre il minor accesso ai mercati obbligazionari abbia o meno impedito ai mutuatari di finanziarsi in maniera adeguata, viste soprattutto le difficoltà precedentemente incontrate sui mercati della commercial paper (CP) e del credito bancario.

Le emissioni del settore privato subiscono un netto calo

Le emissioni nette di titoli internazionali da parte dei mutuatari delle economie avanzate si sono fortemente ridotte tra il secondo e il terzo trimestre 2002. In

Maggiori flessioni trimestrali nelle emissioni nette del settore privato

dal 1994, in miliardi di dollari USA e in percentuale

Periodi	In termini assoluti	Periodi	In termini percentuali
3° trim. 1998	-63,6	2° trim. 1994	-49,57
4° trim. 1999	-109,0	4° trim. 1997	-39,06
3° trim. 2001	-113,3	4° trim. 1998	-49,76
1° trim. 2002	-63,6	3° trim. 2001	-42,06
3° trim. 2002	-165,4	3° trim. 2002	-57,67

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

Tabella 3.3

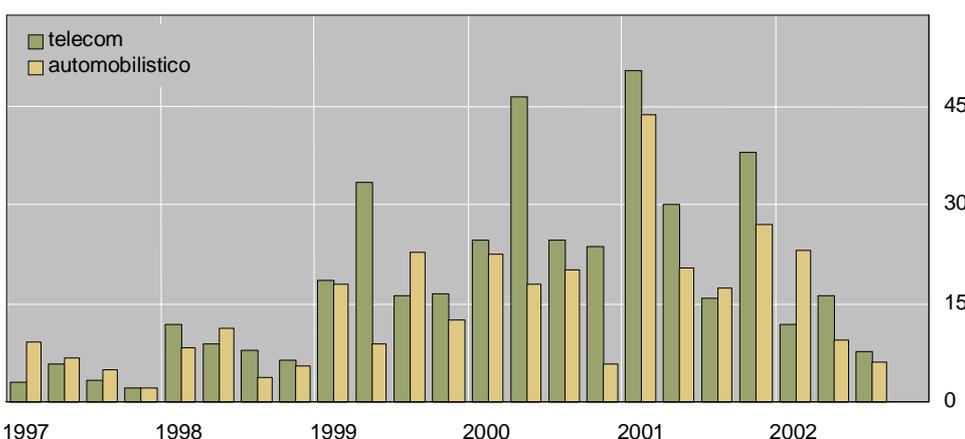
termini assoluti il calo – da \$327 a 167 miliardi – è il più alto mai registrato. La raccolta netta dei mutuatari statunitensi è scesa a \$37 miliardi, una cifra pari rispettivamente al 32 e al 27% di quella del secondo e del primo trimestre. Anche nell'area dell'euro le emissioni nette sono diminuite drasticamente, scendendo del 40% (a \$91 miliardi). Il Giappone ha invece registrato una raccolta negativa – dai \$3,2 miliardi del secondo trimestre a -\$6,5 nel terzo – determinata dall'eccesso dei rimborsi sui nuovi prestiti.

Il calo dell'attività netta di emissione nei paesi avanzati può essere ricondotto ai minori collocamenti di titoli di debito internazionali del settore privato, ammontati complessivamente a \$121 miliardi, ossia \$165 miliardi in meno del trimestre precedente (tabella 3.3). In valori assoluti la flessione risulta ben più elevata delle precedenti e contrasta nettamente con il forte aumento intervenuto tra il primo e il secondo trimestre 2002. Essa è riconducibile per il 95% alla minore raccolta dei prenditori privati nelle economie avanzate. Le emissioni nette di imprese non finanziarie si sono

Forte calo della raccolta del settore privato ...

Emissioni annunciate di obbligazioni internazionali¹

settori telecom e automobilistico, in miliardi di dollari USA



¹ Comprende obbligazioni con documentazione EMTN.

Fonti: Dealogic; BRI.

Grafico 3.1

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	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Nord America	Dollaro USA	377,5	526,4	105,9	121,0	126,3	93,3	37,7
	Euro	44,4	64,7	7,1	21,3	17,7	15,1	7,2
	Yen	17,2	17,5	6,7	1,8	-3,5	1,7	-1,8
	Altre valute	17,3	8,3	-1,0	0,7	3,5	6,2	-1,1
Europa	Dollaro USA	169,8	56,1	-0,5	15,4	6,6	43,7	5,6
	Euro	411,0	520,0	79,2	142,1	138,0	133,9	101,7
	Yen	40,4	-1,4	3,9	-2,6	-13,3	-4,7	-6,9
	Altre valute	88,1	71,2	11,9	28,3	17,0	31,2	23,5
Altre aree	Dollaro USA	62,0	70,3	10,9	7,8	23,0	13,4	4,2
	Euro	15,2	12,7	0,3	2,6	2,9	7,2	5,4
	Yen	-20,3	0,6	-1,9	0,9	-12,1	5,9	1,8
	Altre valute	14,9	2,2	2,4	0,1	3,2	-2,3	5,4
Totale	Dollaro USA	609,2	652,8	116,2	144,2	155,9	150,4	47,5
	Euro	470,6	597,5	86,5	166,0	158,7	156,2	114,3
	Yen	37,2	16,7	8,7	0,1	-28,9	2,8	-6,8
	Altre valute	120,2	81,8	13,3	29,1	23,7	35,1	27,8

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.4

praticamente arrestate, passando da \$43 a 1 miliardo, per effetto anche della ridotta attività dei settori automobilistico e telecom, le cui emissioni lorde annunciate sono scese nel periodo in esame al livello più basso dal quarto trimestre 1998 (grafico 3.1).

Il crollo della raccolta del settore privato, dimezzatasi da \$244 a 121 miliardi tra il secondo e il terzo trimestre, è da ascrivere principalmente al brusco ridimensionamento delle emissioni nette delle istituzioni finanziarie, e in particolare di quelle USA (da \$60 a 9 miliardi), che erano calate anche nel periodo precedente. In Francia e Spagna il settore finanziario ha parimenti diminuito le emissioni internazionali di titoli debitori, scese in entrambi i paesi a \$2 miliardi, contro \$19 e 12 miliardi rispettivamente.

Com'era prevedibile considerata l'ampia riduzione dell'attività netta degli emittenti statunitensi, i collocamenti in dollari al netto dei rimborsi sono calati drasticamente tra il secondo e il terzo trimestre, scendendo del 68%, a \$48 miliardi (tabella 3.4); in forte flessione anche quelli effettuati da prenditori europei, passati da \$44 a 6 miliardi. Ciò nonostante, non sono mancate diverse emissioni di elevato ammontare denominate in valuta statunitense: oltre a quelle lanciate da agenzie USA di credito ipotecario, figurano il prestito per \$3 miliardi della Repubblica Italiana e quello per \$2,75 miliardi di GE Capital.

... dovuto principalmente all'assenza delle istituzioni finanziarie

Ancora tese le condizioni creditizie nel terzo trimestre

Il continuo rallentamento e le sempre peggiori condizioni creditizie ...

La concomitanza dei due eventi richiamati in precedenza – calo delle emissioni internazionali nette e ampliamento degli spread – induce a ritenere che il deterioramento delle condizioni creditizie iniziato in giugno sia proseguito nel terzo trimestre. A conferma di ciò, le emissioni lorde di titoli di qualità non bancaria, in forte discesa da maggio, si sono mantenute su livelli assai bassi nel periodo sotto rassegna (grafico 3.2), nonostante due prestiti relativamente importanti, per \$750 e 300 milioni, lanciati rispettivamente dalla Repubblica libanese e dalla Repubblica di El Salvador, che hanno concorso da soli al 61% delle operazioni totali annunciate. Per quanto riguarda i titoli di qualità bancaria, le emissioni lorde sono calate da \$242 a 156 miliardi. Al livello di \$157 miliardi, il valore complessivo in dollari dei collocamenti di obbligazioni con rating è stato il più basso dal quarto trimestre 1998.

... provocano un netto calo nelle emissioni ordinarie a tasso fisso ...

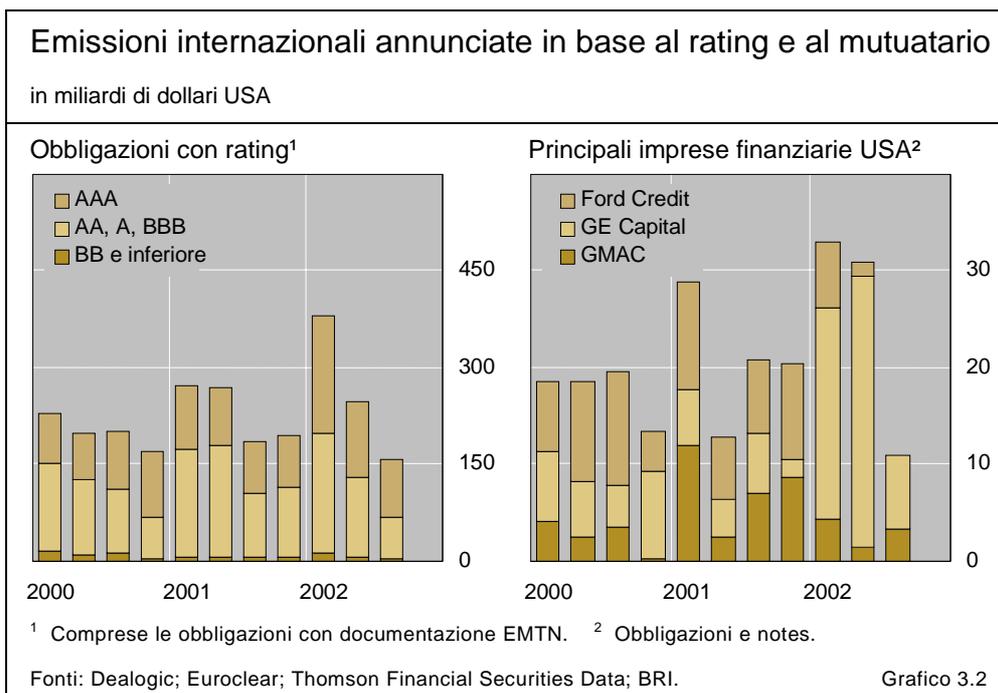
Il calo della domanda di finanziamento del settore privato si è accompagnato a un brusco rallentamento delle emissioni ordinarie a tasso fisso. Al netto dei rimborsi, queste ultime sono scese tra il secondo e il terzo trimestre del 42%, a \$145 miliardi, e il 78% del calo è attribuibile al settore delle istituzioni finanziarie. Su base lorda, le emissioni annunciate di questa tipologia di titoli sono diminuite nello stesso periodo da \$390 a 296 miliardi. Nondimeno, sono stati collocati diversi prestiti di ingente ammontare, tra cui quelli di €5 miliardi e \$3 miliardi lanciati rispettivamente dalla Banca europea per gli investimenti e dalla Repubblica Italiana.

... e una flessione nella raccolta delle società finanziarie

Come osservato nella scorsa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, un ulteriore possibile sintomo del deterioramento delle condizioni creditizie è la sempre minore attività delle grandi società finanziarie USA sul mercato obbligazionario internazionale rilevata a partire dal luglio 2002. Secondo i dati completi disponibili, tale tendenza è proseguita per tutto il terzo trimestre. Le obbligazioni e notes emesse dalle tre maggiori società di finanziamento USA sono scese a \$10,8 miliardi in termini lordi (grafico 3.2), ossia i due terzi del volume registrato nel periodo precedente. Il calo potrebbe rispecchiare sia il proposito di tali società di ridurre il loro ricorso al mercato internazionale dei titoli di debito, sia le accresciute difficoltà incontrate dall'intero settore nel reperire fondi. In alcuni casi potrebbe avervi contribuito la crescente consapevolezza di un insufficiente finanziamento delle passività pensionistiche: le pesanti perdite in cui sono incorsi i fondi pensione aziendali che avevano investito in azioni ingenti quote dei propri portafogli hanno infatti condotto al declassamento del rating di alcune società di finanziamento (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi").

Anche sul mercato interno della CP le condizioni restano tese

Sembra che anche sul mercato interno della CP le condizioni creditizie siano rimaste tese. Fra il secondo e il terzo trimestre 2002 tali strumenti hanno perso \$10 miliardi in termini di stock. Se da un lato il calo risulta molto inferiore a quelli dei periodi anteriori, dall'altro esso si discosta nettamente dagli ingenti volumi effettivi di CP collocati sul mercato interno negli anni immediatamente precedenti le recenti turbolenze. Ad esempio, tra il 1995 e il quarto trimestre del 2000, l'ultimo prima della contrazione del mercato interno della CP, le



emissioni nette trimestrali di tali strumenti erano state pari in media a \$55 miliardi. La flessione del terzo trimestre è da imputare soprattutto alla raccolta netta negativa del settore non finanziario giapponese. Nel periodo in esame sono tuttavia aumentate di \$19 miliardi le consistenze di CP emessa sul mercato internazionale.

In calo le emissioni delle economie emergenti

Nel terzo trimestre 2002 le emissioni nette di titoli internazionali da parte delle economie emergenti hanno subito una flessione. Dopo aver superato i \$10 miliardi per due trimestri, esse si sono più che dimezzate, scendendo a \$5,1 miliardi, circa la metà del valore netto trimestrale registrato in media dall'inizio della crisi asiatica. Tra il secondo e il terzo trimestre le emissioni lorde annunciate sono calate da \$33 a 20 miliardi. Con nuove emissioni per \$1,75 miliardi, il Messico risulta al primo posto fra i mutuatari dell'area emergente.

I paesi emergenti asiatici hanno accusato la maggiore contrazione dei finanziamenti netti: nella regione Asia-Pacifico, questi sono scesi da \$9,4 a 5,3 miliardi, una cifra peraltro molto al di sopra della media trimestrale pressoché nulla fatta registrare fra il quarto trimestre 1997 e il quarto trimestre 2001. Oltre la metà della flessione è da ricondurre alla minore domanda dei mutuatari di Taiwan, Cina, la cui raccolta netta è calata dal valore record di \$3,2 miliardi a quello pur sempre relativamente elevato di \$0,6 miliardi.

I prenditori di alcune economie emergenti hanno continuato a risentire delle incertezze di natura politica ed economica (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi"). Quelli di Turchia e Argentina, ad esempio, sono stati assenti dal mercato internazionale dei titoli di debito nel trimestre in esame, anche se non erano mancati collocamenti lordi nel periodo precedente. Nel caso della

Calano le emissioni dei paesi emergenti

Forte riduzione della raccolta da parte di Taiwan

Nonostante le incertezze politiche ...

... Turchia e Brasile lanciano nuovi prestiti

Turchia, ciò potrebbe aver rispecchiato il desiderio dei mutuatari di rimandare le emissioni al superamento di buona parte dei problemi sul fronte politico. Dopo le ultime elezioni, la Repubblica turca ha lanciato due emissioni obbligazionarie per un valore di \$750 milioni. I prenditori brasiliani hanno invece collocato sul mercato internazionale prestiti per \$2,9 miliardi, sebbene la maggior parte di tali fondi sia servita a rimborsare passività contratte in precedenza. La quasi totalità dei collocamenti lordi del Brasile nel periodo sotto rassegna è attribuibile a un solo mutuatario, una società finanziaria che ha collocato sette euronotes per complessivi €2,4 miliardi.

Emissioni in valuta nazionale nel quarto trimestre

Nel quarto trimestre 2002 alcuni mutuatari di paesi emergenti hanno emesso titoli internazionali in valuta locale. Un prestito relativamente ingente di questo tipo – un'obbligazione triennale da un miliardo di peso – è stato collocato dalla filiale nelle Isole Cayman del Banco Nacional de Comercio Exterior, una banca pubblica messicana. Anche le ferrovie di Stato thailandesi hanno lanciato un'obbligazione internazionale in valuta locale: il prestito, per un miliardo di baht, ha durata di sei anni e una cedola del 4,05%.

Ripercussioni della ristrutturazione del debito argentino

Il mancato rispetto da parte dell'Argentina delle scadenze di pagamento relative a un prestito obbligazionario garantito dalla Banca Mondiale, nonché la decisione di quest'ultima di non applicare le sanzioni previste, hanno avuto ripercussioni sul mercato internazionale dei titoli debitori; sono aumentati i rendimenti di altri prestiti con garanzia BIRS, come quelli della Colombia, e il Perù avrebbe rimandato il lancio di una nuova emissione di questo tipo. Pare inoltre che, in risposta all'accresciuta incertezza connessa con le garanzie multilaterali, la National Power Corporation giapponese abbia provveduto a ristrutturare il suo prestito obbligazionario parzialmente garantito, aumentando la componente in yen e riducendo quella in dollari USA.

