

I titoli di debito internazionali del settore societario nelle economie emergenti

Agustín Villar

Gli afflussi di capitali privati per investimenti di portafoglio nei mercati emergenti sono in rapida crescita. Secondo l'Institute of International Finance, i flussi privati non bancari verso le economie emergenti (EME) sono saliti da \$155 a 365 miliardi tra il 2009 e il 2012 e in seguito si sono mantenuti su livelli prossimi al massimo storico del 2011. Al forte aumento degli afflussi privati intermediati attraverso i mercati del debito ha fatto riscontro un lieve calo di quelli bancari, che nello stesso periodo sono scesi da \$154 a 147 miliardi¹. In particolare, l'elevata domanda degli investitori esteri ha fatto impennare l'attività sui mercati delle obbligazioni societarie dei paesi emergenti nel corso del 2012 e agli inizi del 2013. Fatte queste premesse, il presente riquadro esamina alcune variazioni intervenute nei mercati dei titoli di debito internazionali emessi da società finanziarie e non finanziarie delle EME, e ne analizza determinati aspetti strutturali.

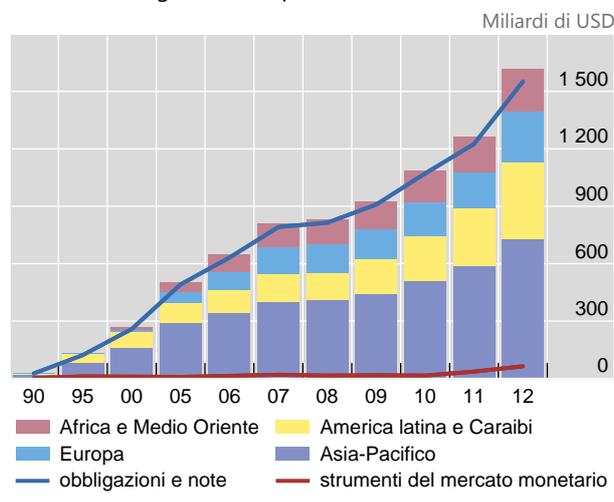
Le indagini condotte presso gli investitori segnalano che nel 2012 le attività gestite con riferimento all'indice benchmark delle obbligazioni societarie dell'area emergente sono cresciute del 60,5%, registrando un incremento maggiore di qualunque altra categoria di attività considerata. A titolo di confronto, nello stesso anno le attività gestite rispetto ai benchmark degli indici generali dei mercati emergenti – composti da obbligazioni internazionali societarie e sovrane e da obbligazioni sovrane denominate in valuta locale – sono aumentate poco meno del 30%, a \$560 miliardi². La domanda di titoli societari delle EME proviene soprattutto da soggetti privati titolari di grandi patrimoni. La quota degli investitori istituzionali rimane relativamente bassa (meno del 10% del mercato delle obbligazioni societarie internazionali delle EME, contro il 50% del mercato delle obbligazioni sovrane internazionali), ma potrebbe senz'altro continuare ad aumentare. La maggiore presenza di gestori mondiali contribuirà verosimilmente ad accrescere lo spessore di questo mercato.

Titoli di debito societari nelle EME¹

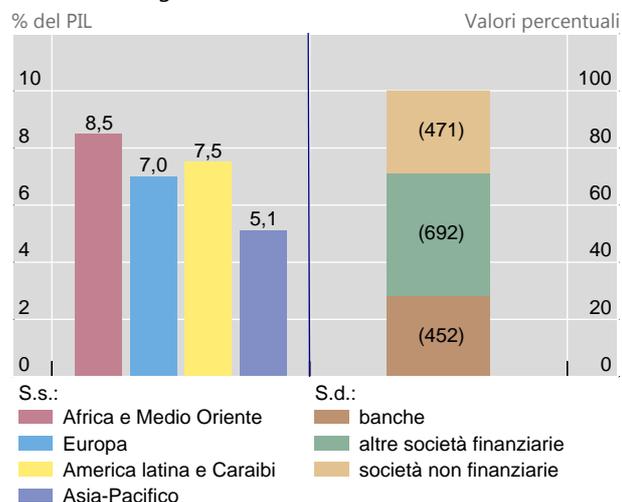
Consistenze in essere

Grafico A

In base alla regione e al tipo di strumento



In base alla regione e al settore dell'emittente, fine 2012



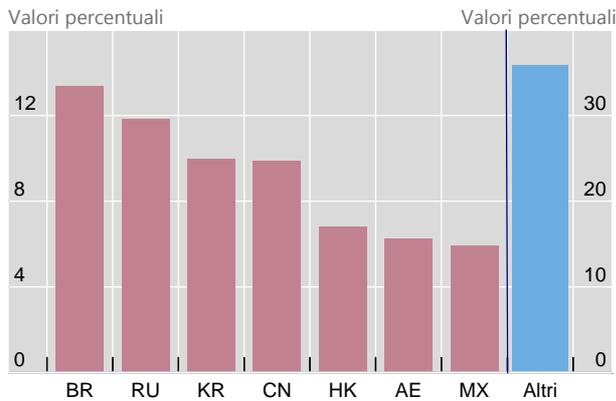
¹ Gli emittenti sono società finanziarie e non finanziarie di proprietà di residenti nelle EME considerate. Le EME considerate sono raggruppate per regione: Africa e Medio Oriente (Arabia Saudita, Bahrain, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Israele, Kuwait, Nigeria, Oman, Qatar e Sudafrica); Europa (Croazia, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Turchia, Ucraina e Ungheria); America latina e Caraibi (Argentina, Barbados, Brasile, Cile, Colombia, El Salvador, Jamaica, Messico, Perù, Repubblica Dominicana e Venezuela); Asia-Pacifico (Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Kazakistan, Macao SAR, Malaysia, Mongolia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia).

Fonti: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; elaborazioni BRI.

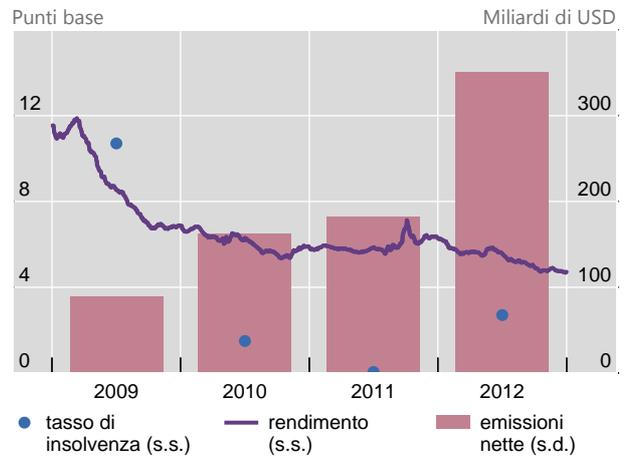
Titoli di debito societari nelle EME

Grafico B

Distribuzione per paese, fine 2012¹



Tassi di insolvenza, rendimenti ed emissioni nette²



AE = Emirati Arabi Uniti; BR = Brasile; CN = Cina; HK = Hong Kong SAR; KR = Corea; MX = Messico; RU = Russia; Altri = altre EME.

¹ Consistenze in essere. ² Tassi di insolvenza ricavati da JPMorgan, *Emerging Markets Corporate Outlook & Strategy*, dicembre 2012. Rendimento a scadenza basato sull'indice CEMBI BROAD Yield to Maturity.

Fonti: Dealogic; Euroclear; JPMorgan Chase; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; elaborazioni BRI.

Le statistiche sui mercati dei titoli di debito internazionali[®] compilate dalla BRI mostrano che lo stock di obbligazioni collocate da società finanziarie e non finanziarie aventi sede legale nelle EME era superiore a \$1,6 trilioni a fine 2012 (grafico A, diagramma di sinistra). Il 95% circa del totale era costituito da obbligazioni e notes estere e internazionali, la parte restante da strumenti del mercato monetario.

Gran parte dello stock di titoli di debito societari internazionali è formata da emissioni di banche e altre istituzioni finanziarie (grafico A, diagramma di destra). A fine 2012 le istituzioni finanziarie detenevano circa due terzi del totale dei titoli di debito in essere, per un valore di oltre \$1,1 trilioni. Tale quota è inferiore a quella detenuta dal settore nelle economie sviluppate (84%), dove l'universo di titoli è di dimensioni dieci volte superiori.

I residenti asiatici, seguiti da quelli latinoamericani, sono i principali emittenti nel mercato internazionale dei titoli di debito societario delle EME. Lo stock di strumenti di debito collocati da prenditori dell'Europa emergente e della regione Africa e Medio Oriente è inferiore, ma è cresciuto rapidamente negli ultimi anni. La situazione varia tuttavia notevolmente se le emissioni vengono considerate in relazione al PIL della regione. In base a questa misura, la quota maggiore è riferibile ad Africa e Medio Oriente, e quella minore all'Asia (grafico A, diagramma di destra).

La distribuzione a livello regionale mostra che questo mercato è concentrato in poche economie. A livello di singoli paesi, i residenti di Brasile, Cina, Corea, Emirati Arabi Uniti, Hong Kong SAR, Messico e Russia detengono le maggiori quote di mercato in termini di stock in essere, mentre la parte restante è riconducibile a un gruppo composto da circa altre 30 EME (grafico B, diagramma di sinistra).

La quota "investibile" di titoli di debito societari internazionali a disposizione degli investitori mondiali è relativamente inferiore a causa delle caratteristiche di tali strumenti in termini di dimensioni, liquidità e rischio. L'indice benchmark più ampio per le obbligazioni societarie delle economie di mercato emergenti (Corporate Emerging Market Bond Index, CEMBI) copre circa \$620 miliardi di titoli di debito sotto forma di obbligazioni. I titoli delle società finanziarie rappresentano il 36%, una quota molto inferiore a quella calcolata sullo stock totale. L'indice investibile permette agli investitori internazionali di assumere esposizioni verso settori quali petrolio e gas naturale (13,5%), telefonia, mass media e tecnologia (11,1%) e materie prime (10,5%). Sono invece minori le opportunità di investimento nel settore immobiliare (5%) e in quello dei beni di consumo (6%), di norma connessi alla rapida crescita della domanda interna nelle EME.

La qualità creditizia percepita delle obbligazioni societarie delle EME dipende ancora in larga misura da quella relativa ai titoli sovrani. Nei limiti del "tetto" rappresentato dal rating sovrano, la maggiore variabilità macroeconomica delle EME trova riflesso negli andamenti della percezione del rischio e della volatilità. La riduzione dei rendimenti e la compressione dei differenziali che si osservano attualmente derivano da un miglioramento del rischio di credito percepito (grafico B, diagramma di destra). All'indomani della crisi finanziaria i tassi di insolvenza sono rimasti bassi (stimati attorno al 2,7%). Storicamente, tuttavia, le loro fluttuazioni sono state considerevoli. Durante gli episodi di tensione macroeconomica e finanziaria sono aumentati in misura significativa, raggiungendo ad esempio il 15,4% nel 2002 e il 10,7% nel 2009. Nelle condizioni macroeconomiche meno difficili degli ultimi anni i tassi di insolvenza hanno oscillato entro un intervallo compreso tra lo zero e il 2,7%.

[®] "Capital flows to emerging market economies", *IIF Research Note*, 22 gennaio 2013. [®] G. Kim "2012 Index Review", *JPMorgan Fixed Index Product Guide*, gennaio 2013. [®] Per maggiori dettagli circa l'universo di titoli considerato, cfr. B. Gruić e P. Wooldridge, "Le nuove statistiche BRI sui titoli di debito", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2012.