

Gregory D. Sutton

(+41 61) 280 8421
greg.sutton@bis.org

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel primo trimestre 2001 in un contesto di decrescenti spreads creditizi e di condizioni generalmente favorevoli sui mercati dei titoli di debito, le emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso hanno segnato un forte aumento (tabella 3.1). Nondimeno, nello stesso periodo i collocamenti netti sono complessivamente diminuiti, da \$323 a 298 miliardi, a causa di una netta contrazione della raccolta sul mercato monetario. Le emissioni lorde annunciate di obbligazioni e notes sono salite a \$578 miliardi nel primo trimestre 2001 da \$438 miliardi nel trimestre precedente, e i rimborsi sono parimenti cresciuti, da \$197 a 269 miliardi (tabella 3.2).

Lo spostamento dal breve al lungo termine rappresenta un ritorno a profili più normali. Le emissioni nette di strumenti del mercato monetario sono diminuite rispetto al volume insolitamente elevato del trimestre precedente, poiché i mutuatari hanno tratto vantaggio dalle favorevoli condizioni di mercato per allungare la scadenza del loro debito. Le economie di mercato emergenti hanno fatto ritorno al mercato obbligazionario, e sono aumentati i collocamenti di enti del settore pubblico. Anche le emissioni societarie si sono accresciute durante il primo trimestre, e ciò potrebbe indicare un minor ricorso ai collocamenti azionari in seguito alla ridotta domanda di OPI. In alcuni casi, i mutuatari societari a più basso rating si sono avvalsi del mercato obbligazionario internazionale quale alternativa alle emissioni di commercial paper, precluse a causa dei declassamenti del merito di credito e di una ridotta disponibilità delle banche a fornire linee creditizie di appoggio.

Condizioni di mercato più favorevoli stimolano l'indebitamento a lungo termine

Il miglioramento delle condizioni di mercato è alla base del rilancio della raccolta a lungo termine nel primo trimestre 2001. Come esaminato nel "Quadro generale degli sviluppi" (Sezione 1), il restringimento degli spreads creditizi nel comparto a lungo termine si è accompagnato a un calo del livello generale dei tassi d'interesse, che ha indotto gli emittenti a fare ritorno al mercato. Le emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso sono salite da \$165 miliardi nell'ultimo trimestre 2000 a \$204 miliardi in quello

Record delle emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso ...

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

in miliardi di dollari USA

	1999	2000	2000				2001	Stock a fine marzo 2001
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale emissioni nette	1 230,3	1 234,6	286,7	319,8	304,8	323,4	298,4	6 514,7
Strumenti del mercato monetario ¹	66,4	86,5	1,3	24,4	14,9	45,9	14,6	346,1
<i>Commercial paper</i>	44,3	49,3	– 0,6	10,6	12,1	27,1	16,1	238,5
Obbligazioni e notes ¹	1 163,9	1 148,2	285,4	295,4	289,9	277,4	283,8	6 168,7
<i>A tasso variabile</i>	334,1	386,6	84,0	110,1	90,0	102,6	73,8	1 607,9
<i>A tasso fisso</i>	798,7	743,9	198,6	181,5	199,0	164,9	204,4	4 317,5
<i>Collegate ad azioni</i>	31,1	17,6	2,8	3,8	1,0	10,0	5,6	243,3
Paesi sviluppati	1 152,9	1 151,7	257,1	303,2	282,2	309,1	283,9	5 602,7
<i>Area dell'euro</i>	507,9	555,0	131,1	149,2	129,7	144,9	133,4	2 288,6
<i>Giappone</i>	2,7	– 29,9	– 13,2	– 1,3	– 9,1	– 6,3	– 6,5	268,0
<i>Stati Uniti</i>	482,2	465,7	91,4	111,8	138,5	124,0	145,7	1 894,2
Centri offshore	12,0	19,1	1,4	3,7	6,8	7,2	7,3	83,0
Economie emergenti	40,8	42,1	23,3	6,3	13,4	– 0,9	6,0	458,5
Istituzioni internazionali	24,6	21,7	4,9	6,7	2,2	7,9	1,3	370,6
Settore privato	1 010,4	970,3	203,2	276,6	228,7	261,8	237,8	4 849,3
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	656,7	670,7	164,7	185,3	136,1	184,6	146,5	3 189,6
<i>Imprese private</i>	353,7	299,6	38,5	91,3	92,6	77,2	91,3	1 659,7
Settore pubblico ³	195,3	242,6	78,6	36,6	73,8	53,6	59,3	1 294,8
<i>Amministrazioni centrali</i>	37,2	50,5	33,1	12,7	8,3	– 3,5	6,4	483,3
<i>Altri enti pubblici</i>	158,1	192,0	45,5	23,9	65,5	57,2	52,9	811,5
Per memoria: CP del mercato interno ⁴	341,2	254,3	29,8	72,1	40,2	112,2	– 56,5	1 983,0
<i>di cui: USA</i>	232,8	208,3	75,3	54,9	35,6	42,5	– 63,1	1 539,0

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 2001 sono provvisori.

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

Tabella 3.1

successivo, raggiungendo un massimo storico. Su base linda, l'incremento è stato del 60%, per un totale di \$422 miliardi (tabella 3.2).

L'aumento delle emissioni a lungo termine è riconducibile integralmente all'attività dei mutuatari a basso e medio rating. Fra i collocamenti quotati, le emissioni lorde inferiori a tripla A sono cresciute notevolmente, da \$64 miliardi nell'ultimo trimestre 2000 a \$126 miliardi nel primo trimestre 2001 (grafico 3.1, riquadro di destra), più che compensando il precedente calo trimestrale delle operazioni annunciate in queste categorie di rating. Un'ampia parte dell'aumento è dovuta alle società di telecomunicazione, le cui emissioni lorde sono balzate da \$19 a 49 miliardi. Tale importo comprende un'emissione per

... con il ritorno sul mercato di mutuatari a basso e medio rating ...

Attività londa di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali							
	in miliardi di dollari USA						
	1999	2000	2000				2001
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Totale emissioni annunciate	1 766,8	1 933,5	508,3	484,6	502,4	438,3	578,2
A tasso variabile	483,8	624,3	138,0	157,0	168,3	161,0	142,6
Ordinarie a tasso fisso	1 230,9	1 252,7	356,0	315,7	317,6	263,5	421,7
Collegate ad azioni ¹	52,1	56,5	14,3	11,9	16,5	13,8	13,8
Dollaro USA	775,4	859,3	216,9	206,6	240,8	194,9	264,8
Euro	677,9	647,8	186,8	153,1	150,7	157,2	221,2
Yen	118,9	204,6	49,2	76,1	51,2	28,1	34,8
Altre valute	194,6	221,8	55,3	48,7	59,8	58,1	57,4
Settore privato	1 374,3	1 499,9	374,4	397,5	380,3	347,8	429,2
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	897,7	1 021,4	276,0	251,5	249,8	244,1	278,1
<i>Imprese private</i>	476,6	478,5	98,3	146,0	130,5	103,7	151,2
<i>di cui: società telecom</i>	84,3	115,7	24,7	46,7	25,0	19,3	48,7
Settore pubblico	314,7	363,0	113,4	66,7	107,7	75,2	127,6
<i>Amministrazioni centrali</i>	94,2	93,0	46,0	18,7	23,7	4,7	29,1
<i>Altri enti pubblici</i>	220,5	269,9	67,5	48,0	84,0	70,5	98,5
Istituzioni internazionali	77,8	70,7	20,5	20,4	14,5	15,3	21,3
Emissioni perfezionate	1 771,2	1 935,3	474,9	485,2	501,0	474,2	552,9
Rimborsi	607,3	787,2	189,5	189,8	211,1	196,7	269,1

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

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

Tabella 3.2

\$16 miliardi in sei tranches da parte di France Telecom, il più grande collocamento singolo mai effettuato da un'impresa privata. Inoltre, alcune imprese che avevano avuto difficoltà ad accedere al mercato della CP (si veda oltre) hanno potuto fare ricorso ai mercati dei titoli di debito a lungo termine. Ad esempio, DaimlerChrysler (rating A) ha lanciato un prestito a più lunga scadenza per \$7,5 miliardi durante il primo trimestre. Anche nella categoria di titoli "speculativi" l'attività di raccolta è stata più intensa, con un aumento delle emissioni annunciate a \$7 miliardi nel primo trimestre 2001, dai \$3 miliardi del trimestre precedente. Per contro, i collocamenti londi nella categoria tripla A sono leggermente calati, da \$100 a 94 miliardi. Ciò si è verificato malgrado un incremento del 70% delle emissioni lorde del settore pubblico, salite a \$128 miliardi, dovuto in ampia misura al volume record di \$98,5 miliardi di titoli emessi dalle agenzie federali.

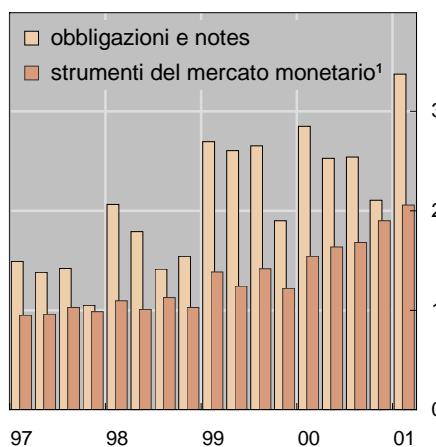
Nel contempo, sul mercato internazionale dei titoli di debito la raccolta netta mediante strumenti del mercato monetario è calata da un volume insolitamente elevato di \$46 miliardi, a \$15 miliardi, con una contrazione delle emissioni di CP, la componente più importante di strumenti del mercato monetario, da \$27 a 16 miliardi. Questi andamenti si sono verificati parallelamente a una diminuzione ancor maggiore sui mercati nazionali della

... mentre calano i collocamenti netti di strumenti del mercato monetario

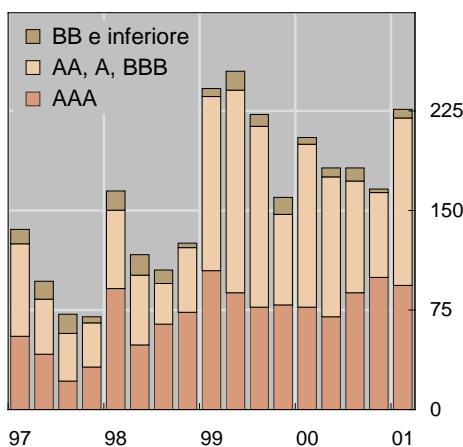
Emissioni internazionali annunciate, per scadenza e classe di rating

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; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Grafico 3.1

CP. Dopo diversi anni di rapida espansione, i collocamenti netti nei tre principali mercati (Stati Uniti, Giappone e Canada) sono risultati fortemente negativi nel primo trimestre 2001. I fattori che hanno contribuito al rallentamento delle emissioni nette di CP sono stati una serie di declassamenti del merito di credito e una ridotta volontà delle banche di sottoscrivere nuove emissioni. I fondi di investimento del mercato monetario sono i principali acquirenti di CP, e l'ammontare detenibile di tali strumenti a più basso rating è limitato dalla regolamentazione della Securities and Exchange Commission (SEC). Pertanto, i declassamenti al disotto di una data soglia possono pregiudicare gravemente la domanda di CP di un particolare emittente, e paiono aver limitato la capacità di alcune imprese di accedere a tale mercato. Ad esempio, il rating del debito a breve di DaimlerChrysler è sceso ad A2/P2 alla fine di febbraio. Nello stesso tempo, le banche erogatrici hanno preferito disimpegnarsi (si veda il riquadro sui prestiti consorziali a pag. 23), revocando il sostegno di linee creditizie di appoggio.

Nel primo trimestre 2001 si è altresì assistito a una contrazione della raccolta netta delle istituzioni finanziarie. Una possibile causa di tale diminuzione è l'elevato volume di emissioni di titoli garantiti da attività nel quarto trimestre 2000, come ad esempio quella di ABN AMRO per €7,8 miliardi.

Il ritorno dei mutuatari di mercati emergenti

Le condizioni generalmente più favorevoli sui mercati del reddito fisso hanno accresciuto la domanda di titoli emessi dalle economie emergenti, sebbene gli investitori abbiano operato una chiara distinzione fra i rischi di credito. Come osservato nella Sezione 1, sul mercato secondario gli spreads applicati alle emissioni di mutuatari di qualità bancaria, quali Messico, Corea e Cina, si sono ridotti nel primo trimestre 2001, mentre si sono ampliati quelli sulle emissioni a più basso rating di Turchia, Brasile e Argentina. In tale contesto, il totale della raccolta netta delle economie emergenti sul mercato internazionale dei titoli di debito è salito a \$6 miliardi nel primo trimestre 2001, dal basso livello di -\$1 miliardo del trimestre precedente. La crescita ha avuto luogo nonostante un incremento dei rimborsi da \$15,1 a 17 miliardi, il volume più elevato degli ultimi due anni.

La ripresa delle emissioni nette non è stata uniforme tra le varie regioni. In America latina esse sono cresciute da -\$2,5 a 6,3 miliardi e quelle dei paesi europei non industrializzati da \$1,1 a 2,3 miliardi tra l'ultimo trimestre 2000 e il primo del 2001. Quest'ultimo importo include €750 milioni di nuove operazioni annunciate dalla Repubblica di Turchia. Per contro, le emissioni nette dei paesi emergenti dell'Asia sono scese da \$0,3 a -3,4 miliardi, di riflesso al brusco calo delle emissioni lorde da \$4,9 a 1,9 miliardi, dovuto in parte al minor volume di nuove operazioni annunciate dalle società di telecomunicazione, che nel quarto trimestre 2000 era stato particolarmente elevato per Cina e Malaysia.

Come osservato nella precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, per i paesi confrontati a spreads relativamente ampi un modo di ridurre i costi di finanziamento è quello di raccogliere fondi in una valuta a basso tasso d'interesse come lo yen. Nel primo trimestre 2001 si è assistito a continui collocamenti sul mercato samurai da parte delle economie emergenti. Il Brasile ha emesso titoli in yen per \$669 milioni, Tunisia e Uruguay rispettivamente per \$294 e 260 milioni.

Le emissioni in euro guadagnano terreno

Nel primo trimestre 2001 è aumentato l'impiego dell'euro come moneta di denominazione sul mercato internazionale dei titoli di debito, con una crescita da \$128 a 141 miliardi delle emissioni nette (tabella 3.3). L'incremento dei collocamenti in euro è osservabile in tutte le regioni. Con un volume record di \$19 miliardi, la raccolta netta di titoli denominati in euro è stata particolarmente forte in Nord America. Nel contempo, le emissioni nette in dollari USA si sono ridotte e quelle in yen sono calate da -\$6 a -11 miliardi, una contrazione insolitamente forte. I collocamenti sia in dollari che in yen sono stati particolarmente deboli in Europa.

In una prospettiva di più lungo periodo, la forte crescita dell'attività di emissione nel primo trimestre rappresenta il proseguimento della ripresa

Le emissioni nette recuperano rispetto al livello depresso del quarto trimestre 2000

Interesse a livello mondiale per le emissioni in euro

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

in miliardi di dollari USA

		1999	2000	2000				2001
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Europa	Dollaro USA	58,2	174,5	37,9	39,3	42,9	54,4	22,7
	Euro	503,0	406,7	113,3	106,8	74,2	112,5	117,6
	Yen	6,4	39,0	4,0	31,0	7,5	- 3,5	- 9,2
	Altre valute	75,2	87,3	20,8	16,0	24,5	25,9	15,6
Nord America	Dollaro USA	434,5	380,7	73,1	91,1	116,4	100,1	118,1
	Euro	46,3	45,3	7,9	8,7	16,0	12,7	19,2
	Yen	- 1,3	16,7	5,4	4,9	3,4	3,0	2,8
	Altre valute	16,5	15,4	2,5	1,0	3,5	8,4	4,1
Altre	Dollaro USA	53,3	63,7	23,7	17,5	14,2	8,3	7,1
	Euro	38,1	14,0	5,5	4,6	1,6	2,3	4,7
	Yen	- 12,2	- 22,4	- 10,3	- 3,8	- 2,9	- 5,4	- 4,6
	Altre valute	12,3	13,7	2,9	2,7	3,4	4,6	0,2
Totale	Dollaro USA	546,0	618,9	134,7	147,9	173,5	162,7	148,0
	Euro	587,4	466,1	126,6	120,1	91,8	127,5	141,4
	Yen	- 7,0	33,3	- 0,9	32,1	8,0	- 5,9	- 11,0
	Altre valute	104,0	116,4	26,3	19,8	31,4	39,0	19,9

¹ In base alla nazionalità del mutuataro.

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

Tabella 3.3

iniziate nel quarto trimestre 2000, che a sua volta aveva invertito un rallentamento osservato nei primi tre trimestri, dopo un periodo di eccezionale vigore registrato per tutto il 1999. Come in quell'anno e contrariamente al trimestre precedente, l'espansione è intervenuta in un momento in cui la moneta unica si stava deprezzando rispetto al dollaro. Ciò contrasta con un riscontro empirico di lunga data, secondo cui gli emittenti tendono a preferire la moneta più forte.