

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

La decelerazione dell'economia mondiale sembra aver frenato la domanda di nuovi finanziamenti internazionali, malgrado la ricettività degli investitori. Nel secondo trimestre 2001 i collocamenti netti sul mercato internazionale dei titoli di debito sono scesi del 15%, a \$260 miliardi, da \$305 miliardi nel trimestre precedente (tabella 3.1). A tale flessione hanno contribuito il calo delle emissioni nette di titoli a più lungo termine (obbligazioni e notes) e il perdurante rallentamento della raccolta sul mercato monetario. Particolarmente pronunciata è stata la diminuzione delle emissioni nette di istituzioni finanziarie. La principale eccezione a tale andamento è rappresentata dall'insieme dei mutuatari dei mercati emergenti, i cui collocamenti netti hanno continuato a segnare un recupero nel secondo trimestre rispetto a livelli insolitamente bassi nel quarto trimestre 2000.

In contrasto con l'evoluzione dell'indebitamento netto, le emissioni lorde annunciate di obbligazioni e notes internazionali, pari a \$543 miliardi, sono rimaste sostenute nel periodo in esame (tabella 3.2). Di fatto, nel primo semestre dell'anno i collocamenti lordi hanno registrato un massimo storico. In buona parte, essi paiono essere stati trainati dalla domanda di rifinanziamento; nello stesso arco di tempo i rimborsi hanno complessivamente raggiunto livelli record. Tali operazioni di rifinanziamento potrebbero riflettere il desiderio dei mutuatari di assicurarsi fondi a lungo termine a costi relativamente bassi in un momento in cui per gli emittenti di qualità inferiore l'accesso ai mercati della CP risultava difficile.

Il rallentamento economico frena le emissioni nette

Diminuiscono le emissioni nette nel segmento a più lungo termine ...

Le emissioni nette di titoli a più lungo termine (obbligazioni e notes) sono scese a \$249 miliardi nel secondo trimestre 2001, da \$290 miliardi nel primo. Hanno registrato una flessione particolarmente brusca i collocamenti netti a tasso variabile, calati del 27%, a \$57 miliardi, il livello minimo dall'ultimo trimestre 1998. Vi è stata altresì una marcata contrazione delle emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso, passate da \$208 a 184 miliardi. Esse sono diminuite anche in termini lordi, pur mantenendosi in prossimità del loro massimo storico (grafico 3.1, riquadro di sinistra).

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

in miliardi di dollari USA

	1999	2000				2001		Stock a fine giugno 2001
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale emissioni nette	1 230,1	1 233,9	319,8	304,5	323,2	305,1	259,7	6 698,8
Strumenti del mercato monetario ¹	66,4	86,5	24,4	14,9	45,9	15,5	10,3	356,1
<i>Commercial paper</i>	44,3	49,3	10,6	12,1	27,1	16,2	7,0	245,1
Obbligazioni e notes ¹	1 163,7	1 147,4	295,4	289,7	277,3	289,5	249,3	6 342,7
<i>A tasso variabile</i>	334,1	386,2	110,1	89,9	102,6	77,5	56,6	1 645,7
<i>A tasso fisso</i>	798,5	743,7	181,5	198,8	164,7	208,3	183,7	4 449,9
<i>Collegate ad azioni</i>	31,1	17,6	3,8	1,0	10,0	3,8	9,0	247,1
Paesi sviluppati	1 153,6	1 151,8	303,1	282,3	309,5	293,6	238,5	5 780,5
<i>Area dell'euro</i>	508,2	555,6	149,3	129,9	145,1	136,5	94,0	2 332,3
<i>Giappone</i>	2,7	- 29,9	- 1,3	- 9,0	- 6,3	- 6,4	- 0,8	267,3
<i>Stati Uniti</i>	482,2	465,7	111,8	138,4	124,2	149,4	118,0	2 009,7
Centri offshore	11,1	18,8	3,8	6,7	6,7	7,2	5,5	86,3
Economie emergenti	40,8	41,5	6,3	13,3	- 0,9	6,4	9,9	464,1
Istituzioni internazionali	24,6	21,7	6,7	2,2	7,9	- 2,2	5,7	367,9
Settore privato	1 010,8	970,8	276,6	228,4	262,0	247,9	200,7	4 995,2
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	657,6	669,3	185,4	135,6	184,0	153,2	110,7	3 268,2
<i>Imprese private</i>	353,2	301,5	91,2	92,8	78,0	94,6	90,0	1 727,0
Settore pubblico ³	194,7	241,4	36,5	73,9	53,3	59,4	53,3	1 335,8
<i>Amministrazioni centrali</i>	37,0	50,5	12,7	8,3	- 3,5	6,6	7,7	483,8
<i>Altri enti pubblici</i>	157,7	190,9	23,8	65,6	56,9	52,8	45,6	852,0
Per memoria: CP del mercato interno ⁴	341,7	256,3	72,1	39,7	114,8	- 56,9	- 66,9	1 916,6
<i>di cui: USA</i>	232,8	208,3	54,9	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	1 471,1

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 secondo trimestre 2001 sono provvisori.

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

... in presenza di
una più debole
domanda di fondi ...

Poiché la diminuzione dei collocamenti netti di obbligazioni e notes si è accompagnata a un assottigliamento degli spreads creditizi nel segmento a lungo termine (cfr. Sezione 1, "Quadro generale degli sviluppi"), essa potrebbe essere riconducibile a un indebolimento della domanda di fondi da parte dei mutuatari nel trimestre in esame. L'andamento delle emissioni lorde relative a tutte le categorie di rating risulta in linea con tale evoluzione della domanda. Le operazioni annunciate sono diminuite per tutte le classi di merito creditizio (grafico 3.1, riquadro di destra), mentre la percentuale di emissioni per ciascuna categoria è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al trimestre precedente. Pertanto, il calo nel comparto a più lunga scadenza non pare ascrivibile a un minore accesso al mercato, persino per i mutuatari a più basso rating. La quota delle emissioni obbligazionarie annunciate nella categoria dei prenditori di qualità non bancaria si è mantenuta all'1% del totale e quella dei collocamenti quotati AAA in prossimità del 20%.

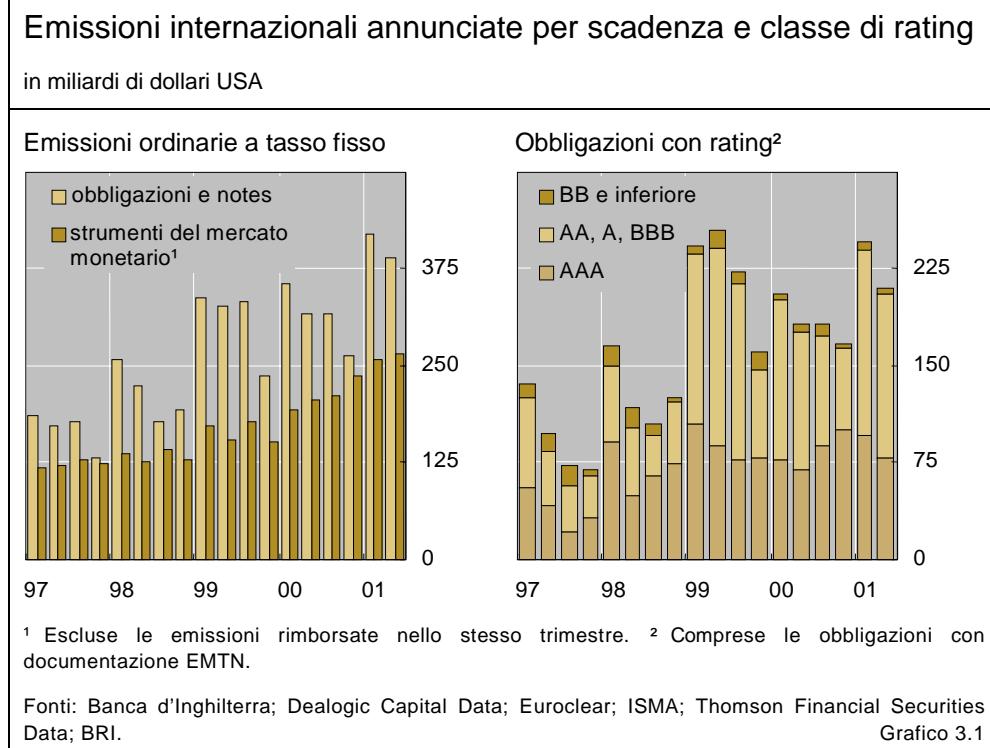
... con una flessione della raccolta anche nel mercato monetario

In contrasto con il segmento a lungo termine, la dinamica della provvista a breve mostra l'influenza di fattori dal lato sia della domanda che dell'offerta. A livello internazionale, la raccolta netta mediante strumenti del mercato monetario ha registrato un'ulteriore flessione, da \$16 miliardi nel primo trimestre 2001 a \$10 miliardi nel secondo, con una diminuzione del 57%, a \$7 miliardi, delle emissioni nette di CP, la componente più importante di tali strumenti. È inoltre proseguita la contrazione dei mercati interni della CP. Fra il primo e il secondo trimestre 2001 le emissioni interne nette negli Stati Uniti hanno segnato un calo di \$68 miliardi, il più ingente mai osservato. Come rilevato nella precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, una serie di declassamenti del merito di credito, che hanno precluso a taluni mutuatari societari l'accesso al mercato della CP, avevano in precedenza contribuito a una diminuzione dei collocamenti netti di CP. Il protrarsi di questo calo indica che i declassamenti continuano a influenzare il mercato, unitamente alla contrazione generale della domanda di fondi associata alla decelerazione dell'economia mondiale.

Brusco calo dell'indebitamento delle istituzioni finanziarie

Il calo dei collocamenti netti delle istituzioni finanziarie all'origine della contrazione complessiva

Le emissioni nette di titoli di debito internazionali del settore privato sono scese da \$248 a 201 miliardi fra il primo e il secondo trimestre 2001. Tale contrazione è il principale fattore alla base del calo complessivo della raccolta netta totale sul mercato internazionale nel periodo in esame, ed è a sua volta quasi integralmente ascrivibile alla riduzione dei collocamenti delle istituzioni



finanziarie. Nel secondo trimestre 2001 le emissioni nette di questo comparto sono ammontate complessivamente a \$111 miliardi, con una diminuzione del 28% rispetto al primo trimestre del 2001 e del 40% rispetto all'ultimo del 2000. Per contro, la raccolta netta delle società non finanziarie ha registrato soltanto una lieve flessione, da \$95 a 90 miliardi, fra il primo e il secondo trimestre 2001. La modesta entità di questo calo risulta forse sorprendente se si considera il diminuito fabbisogno di finanziamento delle società di telecomunicazione, le cui emissioni lorde sono scese da \$49 a 32 miliardi nel periodo in esame.

La contrazione della provvista netta delle istituzioni finanziarie ha interessato esclusivamente i paesi sviluppati, in particolare gli Stati Uniti (da \$55 a 35 miliardi) e la Germania (da \$32 a 11 miliardi). In entrambi i casi la diminuzione è riconducibile principalmente a un calo delle nuove operazioni annunciate più che a un aumento dei rimborsi.

Attività linda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali

in miliardi di dollari USA

	1999	2000				2001	
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Totale emissioni annunciate	1 766,6	1 933,2	484,5	502,2	438,3	570,2	543,3
A tasso variabile	483,8	624,2	157,0	168,3	161,0	139,9	138,9
Ordinarie a tasso fisso	1 230,7	1 252,4	315,5	317,4	263,5	418,3	387,9
Collegate ad azioni ¹	52,1	56,5	11,9	16,5	13,8	12,1	16,6
Dollaro USA	775,4	859,2	206,6	240,7	194,9	263,1	249,2
Euro	677,8	647,8	153,1	150,7	157,2	214,6	193,9
Yen	118,9	204,4	76,0	51,1	28,1	36,4	51,3
Altre valute	194,6	221,8	48,7	59,8	58,1	56,1	48,9
Settore privato	1 374,6	1 500,5	397,3	380,1	347,8	427,7	408,5
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	900,0	1 021,3	251,8	249,6	243,9	274,1	253,0
<i>Imprese private</i>	474,6	479,2	145,5	130,5	103,9	153,5	155,5
<i>di cui: società telecom</i>	84,3	115,7	46,7	25,0	19,3	49,2	32,4
Settore pubblico	314,2	362,0	66,7	107,7	75,2	125,7	111,6
<i>Amministrazioni centrali</i>	94,0	93,0	18,7	23,7	4,7	28,5	20,8
<i>Altri enti pubblici</i>	220,2	269,0	48,0	84,0	70,5	97,2	90,8
Istituzioni internazionali	77,8	70,7	20,4	14,5	15,3	16,9	23,2
Emissioni perfezionate	1 771,0	1 935,0	485,2	500,8	474,1	559,1	520,2
Rimborsi	607,3	787,6	189,8	211,1	196,7	269,6	270,8

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

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

Tabella 3.2

Mercati emergenti in controtendenza

In aumento le emissioni dei mercati emergenti ...

Il gruppo di mutuatari dei paesi emergenti ha rafforzato la propria presenza sul mercato, aumentando le emissioni nette da \$6 miliardi nel primo trimestre 2001 a \$10 miliardi nel secondo. Tuttavia, a causa della turbolenza che ha colpito tali economie in luglio (cfr. la Sezione "Quadro generale degli sviluppi"), il ritorno a livelli di raccolta più normali sarà probabilmente temporaneo. Inoltre, questo incremento è quasi integralmente dovuto all'attività dei prenditori asiatici, i cui collocamenti netti sono saliti a \$1,2 miliardi nel secondo trimestre, dopo una flessione di \$3,3 miliardi nel primo. La sola Cina ha contribuito per \$2 miliardi a tale aumento, con \$2,3 miliardi di nuove operazioni annunciate. Per contro, la Turchia è stata completamente esclusa dal mercato internazionale dei titoli di debito nel secondo trimestre.

... in alcuni casi malgrado condizioni di mercato avverse

Alcuni paesi emergenti sono riusciti a lanciare nuove emissioni, persino in condizioni di mercato avverse. Ad esempio, l'Argentina ha convertito \$29 miliardi di debito in scadenza con titoli a più lungo termine, e in luglio la Repubblica federale del Brasile ha raccolto ¥200 miliardi mediante un prestito samurai con scadenza a due anni e cedola semestrale del 3,75%.

Gli emittenti europei evitano il dollaro

Le emissioni nette in dollari e in euro scendono ...

Il rallentamento economico nel Nord America e in Europa ha contribuito alla diminuzione dei collocamenti netti sia in dollari USA che in euro, in entrambi i casi di circa il 20%. Vi è stata una contrazione delle emissioni nette in dollari

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per valuta e area geografica ¹								
in miliardi di dollari USA								
		1999	2000				2001	
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Europa	Dollaro USA	58,7	174,8	39,3	43,0	54,3	24,5	11,1
	Euro	503,0	406,7	106,8	74,2	112,6	119,9	96,8
	Yen	6,4	38,9	31,0	7,4	– 3,5	7,7	1,5
	Altre valute	75,4	87,3	15,9	24,5	26,2	15,9	10,2
Nord America	Dollaro USA	434,5	380,6	91,1	116,3	100,5	121,9	94,8
	Euro	46,3	45,3	8,7	16,0	12,7	19,2	13,7
	Yen	– 1,3	16,6	4,9	3,4	2,9	2,7	5,4
	Altre valute	16,5	15,5	1,0	3,5	8,4	4,1	3,3
Altre	Dollaro USA	52,8	63,0	17,5	14,1	7,9	3,9	14,9
	Euro	37,9	14,0	4,6	1,5	2,3	4,8	3,7
	Yen	– 12,2	– 22,4	– 3,8	– 2,9	– 5,4	– 4,5	4,1
	Altre valute	12,1	13,5	2,9	3,5	4,4	0,3	0,3
Totale	Dollaro USA	546,0	618,4	147,9	173,5	162,7	150,3	120,8
	Euro	587,2	466,0	120,1	91,7	127,5	143,9	114,1
	Yen	– 7,0	33,1	32,1	7,9	– 6,0	– 9,4	11,0
	Altre valute	104,0	116,4	19,8	31,4	39,0	20,3	13,8

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

dei mutuatari nordamericani ed europei (scese in quest'ultimo caso ad appena \$11 miliardi) e un aumento da parte di prenitori in altre regioni. La raccolta netta in euro ha invece subito una flessione più generalizzata, che ha interessato tutte le aree.

Il brusco calo della provvista in dollari da parte dei prenitori europei riflette in parte il minor fabbisogno delle società telecom. Fra il primo e il secondo trimestre 2001 i collocamenti delle telecom europee, che spesso emettono titoli denominati in dollari, hanno subito una netta diminuzione, in linea con la tendenza generale del settore.

Per contro, le emissioni nette di titoli in yen, di segno negativo nei due precedenti trimestri, hanno beneficiato di una crescita vigorosa in tutte le regioni, raggiungendo \$11 miliardi nel secondo trimestre 2001. Quasi il 75% di tale incremento va attribuito ai mutuatari residenti in Europa e in Giappone. Nel caso di questi ultimi, i collocamenti netti di titoli in yen sono saliti da \$-3 a 3 miliardi. Questo andamento si inscrive nel contesto di una crescita generale della raccolta dei prenitori giapponesi nel secondo trimestre, anche se in temini netti essa è rimasta negativa.

... mentre quelle in yen registrano una crescita vigorosa