

### 3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel secondo trimestre 2003 la raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito ha continuato ad essere sostenuta. Le emissioni nette aggregate sono ammontate a \$346 miliardi (tabella 3.1), rimanendo sostanzialmente invariate

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito								
in miliardi di dollari USA								
	2001	2002	2002			2003		Stock a fine giugno 2003
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale emissioni nette	1 346,9	1 010,5	340,5	179,3	182,2	355,1	345,6	10 266,2
Strumenti del mercato monetario <sup>1</sup>	-78,9	2,3	8,3	11,8	-10,0	55,4	3,4	518,7
<i>Commercial paper</i>	26,9	23,7	1,8	19,3	-3,0	46,8	13,1	367,9
Obbligazioni e notes <sup>1</sup>	1 425,8	1 008,2	332,2	167,5	192,2	299,8	342,2	9 747,5
<i>A tasso variabile</i>	390,8	198,9	74,1	25,3	39,6	-41,7	-27,6	2 215,3
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	995,8	799,2	245,6	145,2	155,2	341,1	369,3	7 210,6
<i>Collegate ad azioni</i>	39,1	10,1	12,5	-3,0	-2,6	0,3	0,5	321,6
Paesi sviluppati	1 259,9	946,3	325,6	164,4	171,8	330,4	314,4	9 091,0
<i>Stati Uniti</i>	596,7	337,2	115,7	35,6	48,5	61,3	30,6	2 865,1
<i>Area dell'euro</i>	550,9	471,1	153,5	91,0	98,1	212,8	206,5	4 256,7
<i>Giappone</i>	-10,1	-23,5	3,2	-6,2	-10,2	-4,0	-2,7	249,1
Centri offshore	28,2	8,3	0,3	-1,1	4,7	2,3	4,3	119,1
Paesi in via di sviluppo	42,6	35,0	7,8	6,9	8,7	13,2	11,7	577,4
Istituzioni finanziarie	1 037,5	834,6	277,3	151,6	168,7	273,1	246,2	7 396,9
<i>Private</i>	955,1	714,2	240,7	115,8	141,0	203,2	176,7	6 262,5
<i>Pubbliche</i>	82,4	120,4	36,6	35,8	27,7	69,9	69,5	1 134,3
Imprese	207,6	55,8	40,7	0,9	2,1	16,4	31,2	1 358,1
<i>Private</i>	171,3	53,8	40,5	-1,6	-3,4	10,6	30,3	1 123,5
<i>Pubbliche</i>	36,3	2,0	0,3	2,5	5,5	5,8	0,9	234,6
Governi	85,5	99,2	15,7	17,6	14,5	56,5	52,9	1 032,5
Organizzazioni internazionali	16,3	20,9	6,8	9,1	-3,0	9,1	15,3	478,7
<i>Per memoria: CP sull'interno<sup>2</sup></i>	-125,8	-104,8	-70,6	5,1	27,2	-0,6	-18,0	1 923,5
<i>di cui: USA</i>	-144,6	-91,4	-56,5	0,2	23,8	-15,7	-41,9	1 312,5

<sup>1</sup> Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. <sup>2</sup> Per il secondo trimestre 2003, dati parzialmente stimati.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI.

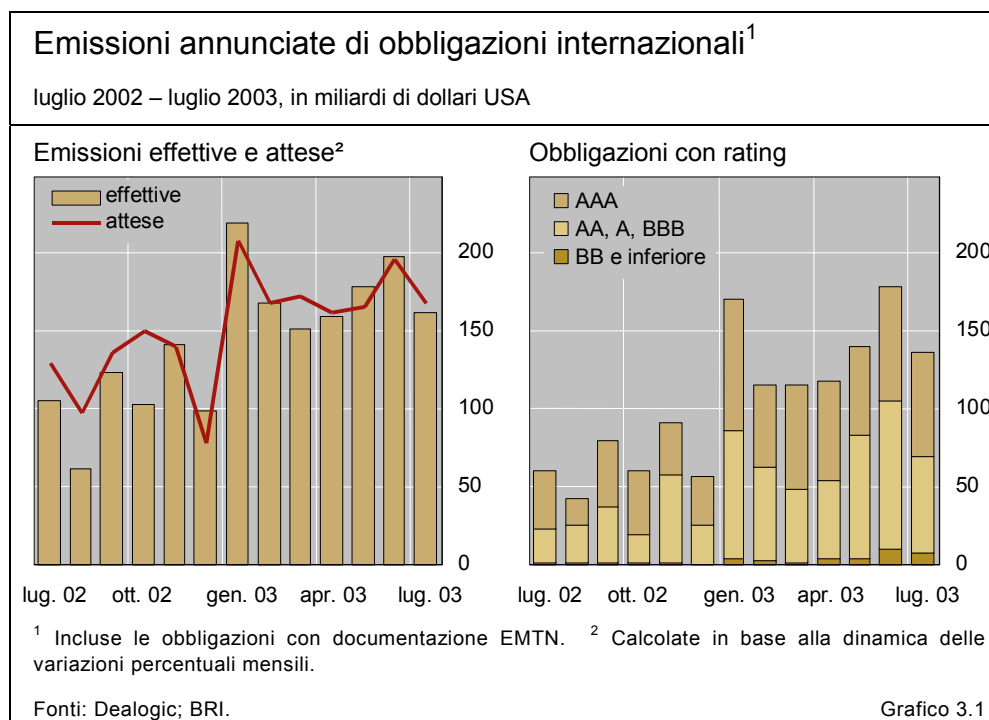
Tabella 3.1

rispetto al periodo precedente. Ciò ha portato i collocamenti netti della prima metà dell'anno a \$701 miliardi, con un incremento dell'8% sui primi sei mesi del 2002 e un aumento ancor più consistente rispetto al semestre successivo, caratterizzato da una debole attività. La ricerca di migliori rendimenti da parte degli investitori, proseguita per quasi tutto il periodo sotto rassegna, ha dilatato la domanda di prodotti creditizi. Questa ha potuto essere soddisfatta grazie all'ampia offerta di nuove emissioni di mutuatari dell'area dell'euro, che ha compensato il brusco calo dei collocamenti USA in termini netti. I prenditori hanno inoltre continuato ad approfittare dei livelli storicamente bassi dei tassi a lungo termine per allungare la scadenza del debito. La raccolta netta del trimestre sarebbe stata ancora più cospicua se i rimborsi non avessero raggiunto livelli record: inadempienze e rimborsi anticipati su obbligazioni riscattabili ("callable") e convertibili hanno infatti toccato i \$19 miliardi.

L'accresciuta domanda di prodotti creditizi ha creato un contesto favorevole per le emissioni a più basso rating. I mutuatari emergenti, in particolare, hanno continuato a beneficiare della buona accoglienza dei mercati internazionali dei capitali per gran parte del secondo trimestre. La loro attività di raccolta è rimasta piuttosto vivace, dato che gli spread sulle obbligazioni governative ad alto rendimento sono scesi a livelli non più osservati dalla fine degli anni novanta. Il trimestre in rassegna è stato inoltre contraddistinto da una forte ripresa dei collocamenti di titoli speculativi da parte dei prenditori di paesi sviluppati.

### L'attenuarsi dei rischi geopolitici e la corsa ai rendimenti spingono i mutuatari verso il segmento a più lungo termine

Il continuo acuirsi e diradarsi dei rischi geopolitici ha prodotto un impatto evidente sul mercato internazionale dei titoli di debito, il che non ha impedito



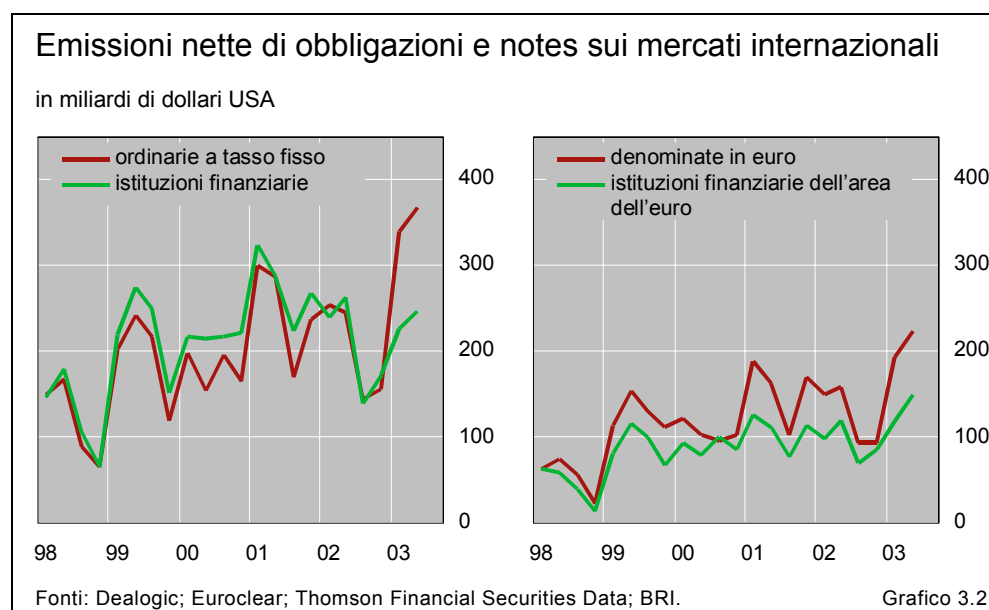
Emissioni lorde  
al massimo  
storico

alle emissioni lorde di crescere nel trimestre in esame a livelli senza precedenti. In concomitanza con lo scoppio della guerra in Iraq si è registrato un aumento inferiore al previsto dei collocamenti lordi sul mercato obbligazionario internazionale (grafico 3.1). Se tra febbraio e marzo l'attività lorda di emissione tende in genere ad aumentare lievemente, nel corrente anno essa è di fatto diminuita in questi mesi, anche se l'ammontare delle emissioni annunciate – pari a \$151 miliardi – è risultato inferiore di soli \$21 miliardi a quello implicito nella dinamica stagionale delle variazioni mensili. In aprile, tuttavia, la rapida risoluzione della campagna militare ha consentito di tornare prontamente ai ritmi attesi di emissione, e in maggio il precedente squilibrio era stato in parte colmato grazie a una raccolta superiore alle aspettative. Nell'insieme del secondo trimestre le emissioni lorde annunciate di obbligazioni e notes sono ammontate a \$784 miliardi (tabella 3.2), segnando un ulteriore aumento rispetto al livello record toccato nei tre mesi precedenti.

I mutuatari allun-  
gano la scadenza  
del debito

Un fattore importante alla base di tali sviluppi è stata la continuazione della corsa ai rendimenti da parte degli investitori globali. I collocamenti netti di titoli di debito internazionali a breve hanno subito un forte calo, suffragando così l'opinione secondo cui i mutuatari avrebbero approfittato del livello storicamente basso dei tassi a lungo termine per allungare la scadenza del debito. Al netto dei rimborsi, le emissioni di strumenti del mercato monetario sono scese da \$55 a 3 miliardi. All'origine di questo andamento vi è stato il brusco crollo dei collocamenti netti di commercial paper (CP) sul mercato internazionale, che avevano raggiunto un livello eccezionalmente elevato nel primo trimestre. Anche sul mercato interno le emissioni di CP hanno fatto registrare una flessione in termini netti, passando da \$-1 a -18 miliardi, quantunque il pronunciato declino nella raccolta delle società USA sia stato in parte controbilanciato dall'aumento di quella delle imprese giapponesi.

Il calo nelle emissioni nette di strumenti del mercato monetario è stato parzialmente compensato dall'aumento di quelle di titoli a tasso fisso a più lungo termine. Nel secondo trimestre la raccolta netta di obbligazioni e notes



Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2001	2002	2002			2003	
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Totale emissioni annunciate	2 305,3	2 100,6	569,1	434,9	490,4	757,6	784,2
Obbligazioni	1 348,8	1 165,2	313,9	210,2	266,2	435,0	454,5
Notes	956,5	935,5	255,3	224,8	224,3	322,6	329,7
A tasso variabile	642,9	603,2	160,2	144,1	157,0	123,1	140,4
Ordinarie a tasso fisso	1 590,2	1 454,7	388,9	285,9	325,2	616,5	627,4
Collegate ad azioni <sup>1</sup>	72,2	42,8	20,0	5,0	8,2	18,0	16,4
Dollaro USA	1 131,3	985,9	256,5	200,4	218,9	332,1	286,5
Euro	841,4	806,7	229,3	163,9	184,9	330,4	388,6
Yen	125,2	88,3	25,9	21,6	24,5	23,3	26,1
Altre valute	207,4	219,7	57,5	49,0	62,2	71,8	83,0
Istituzioni finanziarie	1 708,2	1 632,0	429,3	352,7	401,3	582,3	594,9
<i>Private</i>	1 471,3	1 375,9	361,9	293,4	329,0	464,7	464,2
<i>Pubbliche</i>	236,8	256,0	67,4	59,3	72,3	117,6	130,7
Imprese	348,2	211,5	74,5	34,0	40,2	55,0	78,6
<i>di cui: settore telecom</i>	135,6	45,9	16,1	7,8	10,1	23,0	6,6
<i>Private</i>	287,2	186,6	70,9	28,4	31,1	39,6	71,3
<i>Pubbliche</i>	61,0	24,9	3,6	5,6	9,0	15,5	7,3
Governi	174,2	172,9	44,9	28,3	31,1	81,6	80,1
Organizzazioni internazionali	74,8	84,3	20,5	20,0	17,9	38,7	30,7
Emissioni perfezionate	2 305,1	2 101,2	576,2	441,6	495,6	716,7	724,8
<i>Per memoria: rimborsi</i>	879,3	1 093,1	244,0	274,1	303,4	417,0	382,6

<sup>1</sup> Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.2

ordinarie a tasso fisso è salita di \$28 miliardi, a \$369 miliardi (grafico 3.2), segnando un massimo storico. Un siffatto ritmo di crescita appare decisamente superiore alle attese, ove si consideri la correlazione storica piuttosto stretta tra emissioni nette di titoli ordinari a tasso fisso e raccolta netta delle istituzioni finanziarie. Per il secondo trimestre consecutivo sono rimaste invece negative le emissioni su base netta di obbligazioni e notes a tasso variabile. Ciò si è verificato nonostante l'aumento dei prestiti annunciati, saliti del 14% a \$140 miliardi nel periodo in esame, poiché i rimborsi hanno superato ancora una volta i nuovi collocamenti.

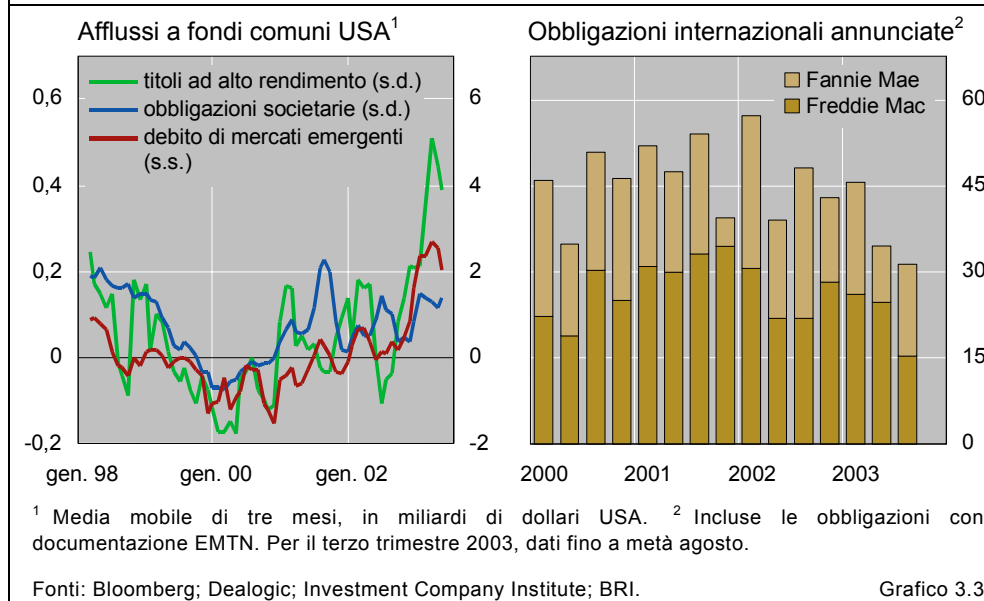
Emissioni a tasso fisso a livelli record

## La forte domanda degli investitori avvantaggia i mutuatari dei PVS

I mercati emergenti sono stati tra i maggiori beneficiari della corsa globale ai rendimenti che ha contraddistinto la maggior parte del secondo trimestre 2003. Ai fondi comuni USA specializzati in titoli di debito di tali emittenti sono affluiti capitali per un cospicuo ammontare (grafico 3.3), e gli spread sul debito

La caccia al rendimento favorisce i mercati emergenti ...

## Principali flussi finanziari



sovrano ad alto rendimento sono scesi a livelli non più osservati dalla fine degli anni novanta. I prestatori emergenti hanno risposto alle favorevoli condizioni di raccolta continuando a collocare nuovi prestiti sul mercato internazionale. Durante il periodo in esame le loro emissioni nette sono ammontate a \$12 miliardi, un valore che – pur non discostandosi da quello del trimestre precedente – supera nettamente i livelli del 2002. L'aumento di \$3 miliardi nella raccolta netta della regione Asia-Pacifico è stato più che compensato da un calo di \$6 miliardi in quella dell'Europa emergente. I collocamenti netti dei mutuatari latino-americani sono rimasti stabili a \$5 miliardi. I due maggiori prestiti lanciati da emittenti dell'area emergente nel secondo trimestre sono stati un'obbligazione decennale per €1,25 miliardi della Repubblica Sudafricana e un'emissione in dollari USA per \$1,5 miliardi collocata dal Messico.

In America Latina la flessione nell'indebitamento netto di mutuatari cileni e peruviani è stata più che controbilanciata da un incremento di \$3 miliardi nella raccolta netta di prestatori brasiliani. Anche il Messico ha fatto segnare un aumento: in virtù dei \$4,4 miliardi di nuove emissioni annunciate, le emissioni nette sono salite del 30%, a \$3 miliardi. Inoltre, in maggio e luglio il paese ha effettuato due operazioni di riscatto di obbligazioni Brady – una in dollari USA per \$3,8 miliardi e l'altra in euro per \$1,2 miliardi – utilizzando a tale scopo la liquidità accumulata in occasione di precedenti operazioni finanziarie del governo federale, nonché \$2 miliardi ottenuti dal collocamento di un prestito consorziale (cfr. "Prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2003", a pag. 27). Grazie a queste operazioni, il Messico è divenuto il primo prestatore sovrano a liquidare interamente le proprie consistenze in essere di obbligazioni Brady.

La maggior parte dell'aumento dei finanziamenti netti della regione Asia-Pacifico è riconducibile a mutuatari coreani e cinesi. Nel secondo trimestre 2003 le emissioni nette della Cina sono salite a \$0,6 miliardi, contro

\$-1,0 miliardi del periodo precedente, mentre quelle della Corea sono passate da \$0,8 a 1,9 miliardi. La raccolta netta dei residenti thailandesi è rimasta invece prossima allo zero per il terzo trimestre consecutivo. Nondimeno, un evento significativo ha interessato l'attività di emissione del paese nel periodo sotto rassegna: il Regno di Thailandia ha collocato obbligazioni in dollari USA per \$300 milioni, la prima emissione sovrana in dollari dall'aprile 1997.

## Buona accoglienza dei mercati alle emissioni a più basso rating

Anche i mutuatari dell'area industriale con minor merito di credito hanno tratto profitto dalla caccia ai rendimenti e dal conseguente declino degli spread creditizi. Nel secondo trimestre le emissioni lorde di obbligazioni internazionali "speculative grade" da parte di paesi sviluppati sono cresciute di oltre il 150%, a \$8,8 miliardi, mentre quelle annunciate da mutuatari emergenti sono ammontate a \$9,6 miliardi. Ciò ha portato a un incremento della raccolta lorda aggregata in titoli speculativi a \$18,4 miliardi, dai \$7,8 miliardi del trimestre precedente. L'espansione ha avuto luogo nonostante il brusco calo nelle emissioni lorde del settore telecom, scese da \$23 a 7 miliardi. I collocamenti di obbligazioni di questa categoria hanno continuato ad aumentare per tutto il trimestre, toccando in giugno \$10,5 miliardi, il livello più alto dal marzo 2000.

... nonché altri  
prenditori a più  
basso rating

Nel trimestre in esame anche il comparto "investment grade" ha registrato una forte espansione. Dopo un periodo di sostanziale stabilità tra febbraio e aprile, gli annunci di obbligazioni con rating pari ad almeno BBB sono saliti di \$21 miliardi in maggio e di ulteriori \$32 miliardi in giugno. Tale crescita non è riconducibile a una più intensa attività di emissione da parte di Fannie Mae e Freddie Mac, le agenzie USA di credito ipotecario. Secondo quanto segnalato da Dealogic, le loro emissioni lorde complessive di titoli di debito internazionali sono diminuite del 24%, a quota \$35 miliardi. Tuttavia, dati provvisori indicherebbero un'inversione di tendenza per il terzo trimestre: le operazioni annunciate in luglio e nella prima metà di agosto ammontano già a \$31 miliardi. L'inatteso quanto drastico cambio al vertice di Freddie Mac reso noto il 9 giugno non sembra pertanto aver pregiudicato la capacità di raccolta di tali agenzie sui mercati internazionali; anche se dopo tale data i loro spread obbligazionari si sono temporaneamente ampliati sul mercato secondario, nel corso del mese essi sono tornati a calare. L'emissione più ingente lanciata da Freddie Mac dopo l'annuncio è stata una note decennale per \$2,5 miliardi, chiusa il 12 giugno con uno spread di 68 punti base rispetto al rendimento decennale dei Treasuries.

Aumentano i  
collocamenti di  
qualità bancaria

Nella seconda metà di giugno gli spread dei mercati emergenti hanno iniziato ad aumentare, segnalando un certo rallentamento nella corsa ai rendimenti (cfr. "Quadro generale degli sviluppi"). A ciò ha fatto seguito tra giugno e luglio un calo del 65% nelle emissioni di titoli speculativi da parte di mutuatari emergenti. In luglio il più attivo tra questi è stato il Brasile, con \$1,3 miliardi di collocamenti lordi di titoli di questa categoria. Nello stesso periodo sono per contro aumentate del 14% le obbligazioni speculative emesse da paesi sviluppati. Sempre in luglio, il principale prenditore di quest'area è stato Vivendi Universal, che ha raccolto su base lorda \$1,5 miliardi in due

Calano le emissioni  
speculative in luglio

emissioni, la maggiore delle quali costituita da una note a cinque anni quotata con uno spread di 380 punti base. Benché inferiori ai livelli di giugno, gli annunci totali di emissioni speculative sono rimasti piuttosto sostenuti in luglio (\$7,2 miliardi). In questo stesso mese le emissioni totali annunciate di obbligazioni internazionali sono diminuite del 18%, a \$162 miliardi, un calo leggermente superiore a quanto prevedibile in base alla dinamica mensile osservata nel periodo.

### Massimo storico per le emissioni denominate in euro

Continuano a crescere i collocamenti in euro

Le emissioni nette di obbligazioni e notes denominate in euro hanno raggiunto nel trimestre in esame un livello senza precedenti, pari a \$223 miliardi, con un aumento del 15%. In termini percentuali, tuttavia, l'espansione è stata decisamente inferiore a quella registrata tra il quarto trimestre 2002 e il primo di quest'anno, quando esse si erano più che raddoppiate. L'incremento ha rispecchiato un aumento della raccolta da parte di prenditori sia finanziari che non finanziari dell'area dell'euro. Il maggiore emittente del settore non finanziario è stato Volkswagen International, che ha raccolto €4 miliardi con il collocamento di due euronotes. Anche Siemens ha lanciato un'emissione di elevato ammontare, un'obbligazione convertibile "condizionata" ("contingent

### Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e per valuta<sup>1</sup>

in miliardi di dollari USA

Area geografica/valuta		2001	2002	2002			2003	
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Nord America	Dollaro USA	524,8	303,9	93,3	35,7	49,3	40,4	28,5
	Euro	65,1	40,0	14,7	7,3	-0,4	15,9	4,9
	Yen	19,0	-7,2	1,0	-1,5	-2,5	0,0	-1,7
	Altre valute	7,2	12,5	6,0	-0,8	3,8	3,5	7,6
Europa	Dollaro USA	42,7	62,6	36,8	4,2	15,4	38,2	29,1
	Euro	521,5	463,7	133,0	101,5	93,8	203,9	213,3
	Yen	-2,5	-26,2	-4,7	-6,5	-2,7	-4,4	-3,2
	Altre valute	73,7	85,7	28,4	25,8	14,6	27,1	26,4
Altre aree	Dollaro USA	83,9	53,6	16,8	5,3	8,1	18,7	17,8
	Euro	10,5	18,2	8,1	5,4	-0,3	6,6	13,2
	Yen	0,1	-10,3	6,7	-0,5	-3,7	-1,8	1,8
	Altre valute	0,8	14,0	0,5	3,4	6,8	7,0	7,8
Totale	Dollaro USA	651,5	420,1	146,8	45,3	72,8	97,3	75,3
	Euro	597,1	521,9	155,8	114,2	93,1	226,4	231,4
	Yen	16,6	-43,7	3,0	-8,4	-8,9	-6,1	-3,0
	Altre valute	81,7	112,3	35,0	28,3	25,2	37,6	41,9

<sup>1</sup> In base alla nazionalità del mutuatario.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.3

convertible bond”)<sup>1</sup> per €2,5 miliardi. Le istituzioni finanziarie dell'area dell'euro hanno collocato importi ancor più significativi; ad esempio, Kreditanstalt für Wiederaufbau e DEPFA ACS Bank hanno mutuato rispettivamente €5 e 3,5 miliardi, in entrambi i casi per mezzo di una singola emissione.

L'aumento della raccolta netta di obbligazioni e notes denominate in euro ha contribuito a innalzare a un livello record – \$231 miliardi – le emissioni nette totali di titoli di debito internazionali in tale valuta (tabella 3.3). Il calo dell'attività netta di emissione in euro di mutuatari nordamericani è stato in parte compensato da un aumento di quella di mutuatari non appartenenti a Stati Uniti ed area dell'euro, le cui emissioni nette sono raddoppiate a \$13,2 miliardi. Tra di essi il principale prestatore è stata la Banca Europea degli Investimenti, che ha emesso un'obbligazione decennale per €5 miliardi, la più ingente collocata da un'organizzazione internazionale nel trimestre sotto rassegna.

### Finanziato con titoli di debito internazionali il deficit pensionistico

Nel periodo in esame è stato degno di nota il formidabile collocamento, il 26 giugno, di un pacchetto obbligazionario da parte di General Motors Corporation (GMC). Sembra che la società intendesse utilizzare gran parte dei proventi per colmare l'ingente disavanzo del suo schema pensionistico, che aveva contribuito alla recente serie di declassamenti del rating di GMC. Il pacchetto comprendeva \$8,2 miliardi emessi dalla casa madre e altri \$5,5 miliardi raccolti su base lorda dalle affiliate finanziarie. L'operazione ha superato persino l'eccezionale emissione lanciata nel maggio 2001 da WorldCom, che in un solo giorno offrì obbligazioni per \$11,9 miliardi. Il bilancio di GMC ne risulterà rafforzato nella misura in cui il rendimento esentasse sulle attività pensionistiche coprirà il costo del nuovo debito al netto delle imposte. La maggiore emissione del pacchetto, un'obbligazione trentennale per \$3 miliardi, è stata quotata con uno spread di 400 punti base rispetto al Treasury bond di pari scadenza.

Gli \$8,2 miliardi di titoli collocati dalla casa madre di GMC hanno concorso a innalzare le emissioni nette di società private non finanziarie USA a \$4,3 miliardi, da \$0,6 miliardi nel primo trimestre. Non si è tuttavia osservato un contestuale aumento nella raccolta delle istituzioni finanziarie del paese, le cui emissioni nette sono scese a \$26 miliardi (–58%), contribuendo così in misura determinante al calo della raccolta netta complessiva dei residenti. L'attività di emissione delle società non statunitensi è aumentata assai più di quella dei mutuatari USA nel loro insieme. Ad esempio, i collocamenti netti del settore societario privato dell'area dell'euro sono passati da \$6,5 a 24,3 miliardi, grazie soprattutto al maggiore ricorso all'indebitamento dei residenti francesi, le cui emissioni nette sono salite da \$–2,9 a 12,1 miliardi.

Il ricorso  
all'indebitamento  
per coprire i deficit  
pensionistici ...

... favorisce le  
emissioni delle  
società non  
finanziarie USA

---

<sup>1</sup> Un'obbligazione convertibile “condizionata” si distingue da un'obbligazione convertibile tradizionale per il fatto che la facoltà di conversione scatta nel momento in cui il corso dell'azione di compendio raggiunge un livello prefissato, superiore al prezzo strike.