

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel terzo trimestre 2005 il ritmo della raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito ha subito un rallentamento, che si è tradotto in un calo delle emissioni lorde complessive di obbligazioni e *note* pari al 19% rispetto al secondo trimestre. Tuttavia, grazie alla sostenuta attività dei mesi precedenti, su base annua la raccolta lorda del trimestre in esame è risultata comunque in crescita di quasi il 10% (tabella 3.1). I collocamenti sono fortemente aumentati negli Stati Uniti, mentre sono diminuiti nell'area dell'euro. Gli emittenti del comparto ad alto rendimento hanno intensificato ancora una volta il ricorso al mercato internazionale, lasciandosi alle spalle un secondo trimestre debole su cui avevano inciso le turbolenze nel settore automobilistico statunitense. Le emissioni nette mondiali di obbligazioni e *note* hanno segnato una marcata flessione su base sia trimestrale che annua (tabella 3.2).

La raccolta dei paesi emergenti si è mantenuta su livelli elevati nel terzo trimestre e gli spread applicati al loro debito sul mercato secondario sono scesi ai minimi storici. Le emissioni internazionali in moneta locale di mutuatari dei mercati emergenti sono proseguite a ritmo particolarmente sostenuto e il 2005 si preannuncia un anno record per questo segmento del mercato. Ancora una volta la stragrande maggioranza di tali emissioni è riconducibile a prenditori latinoamericani, e in particolare al governo brasiliano che vi ha contribuito per \$1,5 miliardi in settembre.

Forte crescita della raccolta statunitense

Dopo svariati trimestri di debole attività sul mercato internazionale delle obbligazioni e *note*, le emissioni lorde statunitensi hanno registrato un forte incremento nel terzo trimestre, da \$175 a 219 miliardi, equivalente su base annua al 29%. Come già in passato, i soggetti più attivi sono state le agenzie federali. Fannie Mae ha lanciato obbligazioni a 5 e 10 anni per un valore facciale di \$3 miliardi ciascuna, mentre Freddie Mac e Federal Home Loan Banks hanno entrambe perfezionato due emissioni di *medium-term note* di \$4 miliardi e tre di \$3 miliardi. I titoli emessi sono stati collocati in punti diversi della curva: a 5 e 10 anni le emissioni Freddie Mac di importo più elevato e sul segmento a breve quelle di Federal Home Loan Banks.

La crescita della
raccolta USA
trainata dalle
agenzie federali

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle <i>note</i> internazionali							
In miliardi di dollari USA							
	2003	2004	2004		2005		
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale emissioni annunciate	2 885,0	3 300,1	726,0	822,5	1 077,6	977,0	795,9
Obbligazioni	1 610,6	1 785,9	378,1	435,1	596,6	514,4	460,6
<i>Note</i>	1 274,4	1 514,2	347,9	387,4	481,0	462,6	335,3
A tasso variabile	962,4	1 256,8	285,2	327,9	337,7	410,9	272,7
Ordinarie a tasso fisso	1 834,5	1 985,9	430,3	483,3	723,7	559,7	517,0
Collegate ad azioni ¹	88,1	57,4	10,5	11,2	16,3	6,4	6,2
Dollaro USA	1 171,8	1 154,1	255,5	284,1	314,1	300,0	326,7
Euro	1 287,6	1 597,5	350,2	389,8	571,9	532,5	304,4
Yen	102,7	111,4	22,4	25,9	30,5	27,0	30,6
Altre valute	322,9	437,1	97,9	122,6	161,1	117,5	134,2
Paesi sviluppati	2 620,7	3 009,4	655,8	752,1	954,8	885,7	704,3
Stati Uniti	740,3	774,2	169,7	184,4	215,5	175,1	219,4
Area dell'euro	1 301,9	1 469,4	306,1	362,9	532,8	510,8	286,0
Giappone	48,3	62,0	12,1	9,9	13,9	13,3	18,7
Centri offshore	32,0	41,1	13,8	13,5	11,4	13,3	11,0
Mercati emergenti	139,7	152,4	35,0	35,1	83,1	49,8	46,3
Istituzioni finanziarie	2 280,2	2 687,7	607,3	688,2	842,9	813,2	677,3
Private	1 913,4	2 282,3	506,6	592,2	697,8	681,3	602,7
Pubbliche	366,8	405,4	100,6	95,9	145,1	132,0	74,6
Imprese	270,2	270,2	61,5	75,3	58,1	56,2	46,6
Private	218,9	232,7	56,8	60,9	54,7	43,4	38,6
Pubbliche	51,3	37,5	4,7	14,3	3,4	12,9	8,0
Governi	242,1	245,0	35,9	37,3	148,3	79,3	37,7
Organizzazioni internazionali	92,5	97,1	21,3	21,8	28,3	28,2	34,3
Emissioni perfezionate	2 866,1	3 303,7	708,8	864,4	1 017,3	1 019,8	739,6
<i>Per memoria: rimborsi</i>	1 503,0	1 750,1	405,0	439,8	521,8	516,0	527,8

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con *warrant* azionario.

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

Tabella 3.1

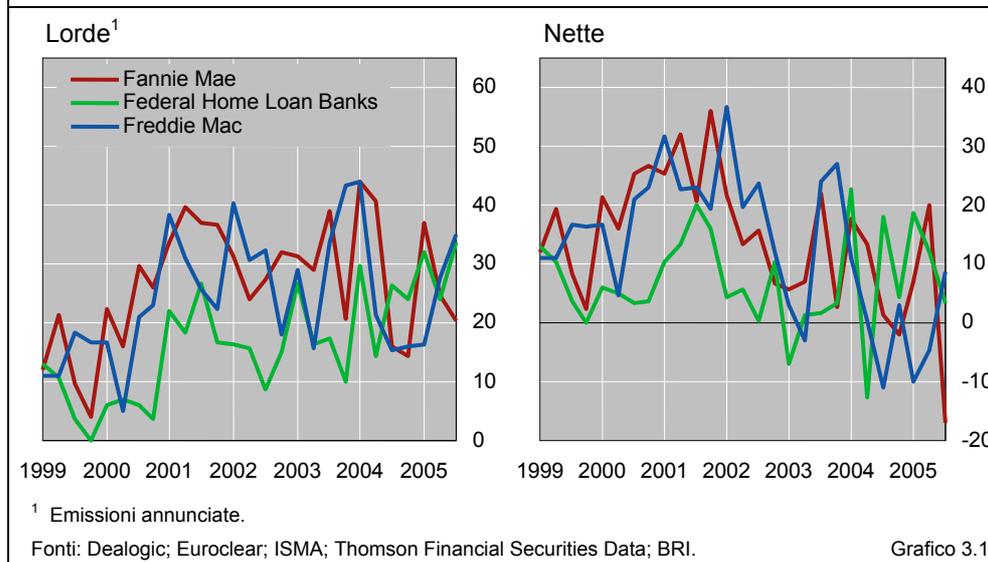
La forte crescita delle emissioni lorde da parte di Freddie Mac si è accompagnata a una raccolta netta positiva, che segna una decisa inversione di tendenza rispetto al trimestre precedente, quando il volume netto era risultato negativo per \$4,6 miliardi (grafico 3.1). Le emissioni nette totali di titoli di debito a lunga scadenza (nazionali e internazionali) da parte dell'agenzia hanno seguito una tendenza al rialzo quest'anno. La crescita del terzo trimestre ha contribuito a finanziare un aumento dei prestiti ipotecari in portafoglio pari a \$20 miliardi. Per contro, il volume netto complessivo delle emissioni a lunga scadenza di Fannie Mae è stato finora negativo; in particolare, la riduzione di \$20,3 miliardi nel terzo trimestre ha coinciso con un drastico ridimensionamento del portafoglio ipotecario, che ha rispecchiato gli

Aumenta la raccolta netta di Freddie Mac ...

... mentre si riduce drasticamente quella di Fannie Mae per soddisfare i requisiti patrimoniali

Emissioni di obbligazioni e *note* internazionali da parte di agenzie federali USA

In miliardi di dollari USA



sforzi dell'ente di soddisfare entro la fine di settembre il requisito di un'eccedenza patrimoniale del 30% imposto dall'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)¹.

Il totale netto delle emissioni USA di obbligazioni e *note* internazionali è diminuito del 22% nel terzo trimestre, in controtendenza rispetto ai precedenti profili stagionali, poiché nel terzo trimestre le emissioni nette statunitensi, a differenza di quanto avviene in molti altri paesi, sono generalmente superiori alla media (cfr. questa stessa sezione nella *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2005).

In netto calo le emissioni nell'area dell'euro

Diminuiscono le emissioni nell'area dell'euro ...

I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* internazionali di residenti nell'area dell'euro sono diminuiti per il secondo trimestre consecutivo, ma questa volta il calo – a \$286 miliardi, pari al 44% su base trimestrale – è stato nettamente superiore a quello del periodo precedente. Esso è in parte attribuibile a fattori stagionali: le emissioni dell'area sul mercato internazionale tendono a essere inferiori di circa il 18% nel terzo trimestre rispetto al secondo. È invece da escludere un'incidenza degli effetti di cambio, poiché nel corso del trimestre il deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro non ha superato lo 0,5%.

... principalmente a causa della raccolta netta negativa in Germania

Su base netta i collocamenti hanno subito un vistoso calo, passando da \$310 a 33 miliardi nel terzo trimestre. Dopo un primo semestre di intensa attività, nel periodo in esame la raccolta netta dei mutuatari tedeschi è stata

¹ Successivamente, l'OFHEO ha confermato il conseguimento da parte di Fannie Mae dell'obiettivo fissato per i requisiti patrimoniali.

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle note internazionali

In miliardi di dollari USA

	2003	2004	2004		2005			Stock a fine sett. 2005
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale emissioni nette	1 363,1	1 553,6	303,9	424,6	495,5	503,9	211,8	13 588,2
A tasso variabile	383,6	636,8	129,8	193,6	100,5	242,2	32,2	3 736,6
Ordinarie a tasso fisso	958,5	922,9	176,8	235,4	397,4	266,8	188,4	9 521,1
Collegate ad azioni	20,9	-6,2	-2,7	-4,4	-2,4	-5,2	-8,8	330,4
Paesi sviluppati	1 282,2	1 433,2	276,6	396,6	462,1	474,1	167,8	12 044,0
Stati Uniti	260,5	223,2	34,8	63,9	65,1	53,9	42,3	3 356,4
Area dell'euro	731,8	779,7	139,8	220,2	283,8	309,6	32,7	5 902,1
Giappone	-1,7	17,4	1,9	0,4	4,9	-2,4	4,6	269,4
Centri offshore	16,3	21,4	8,5	9,0	2,6	8,6	7,1	168,5
Mercati emergenti	42,1	76,1	13,0	21,6	28,8	15,6	15,3	831,5
Istituzioni finanziarie	1 101,9	1 305,4	277,7	364,8	395,2	445,8	195,3	10 121,3
Private	907,3	1 095,5	226,4	316,4	319,2	369,4	186,3	8 562,8
Pubbliche	194,5	209,9	51,3	48,4	76,1	76,4	9,0	1 558,5
Imprese	110,2	73,8	11,7	43,0	13,8	13,6	-4,6	1 494,1
Private	90,9	55,9	12,5	34,7	21,9	6,8	-6,2	1 260,2
Pubbliche	19,3	17,9	-0,9	8,4	-8,1	6,8	1,6	233,9
Governi	128,5	151,4	8,8	19,4	84,5	39,0	-0,6	1 428,5
Organizzazioni internazionali	22,5	22,9	5,8	-2,7	2,0	5,4	21,7	544,3

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

Tabella 3.2

negativa per \$13,4 miliardi. La contrazione è riconducibile sia alle società finanziarie sia alle imprese, mentre le emissioni nette statali sono anzi lievemente aumentate. Anche in Italia la raccolta netta è risultata negativa, a differenza di Spagna e Paesi Bassi, dove è aumentata rispettivamente di \$21,4 e 15,4 miliardi.

Nonostante la consistente flessione della raccolta lorda, nel trimestre sono state nondimeno effettuate alcune transazioni di rilievo. In primo luogo, la Banca europea per gli investimenti si è presentata sul mercato con due operazioni di elevato importo: un'obbligazione quinquennale in dollari USA per \$3 miliardi e un'emissione decennale in euro con valore facciale €5 miliardi (\$6,1 miliardi), cedola 3,125% e spread di 8,1 punti base sul Bund decennale. È questa la prima emissione *benchmark* a 10 anni dell'organismo sovranazionale nell'ultimo biennio, servita a completare la curva di riferimento da 1 a 30 anni.

In secondo luogo, pare esservi stata una sostenuta domanda di titoli a tasso variabile a breve termine, di cui sono state effettuate diverse emissioni di importo elevato. Eurohypo AG, banca di credito ipotecario quotata A, ha lanciato l'8 settembre un'euroobbligazione triennale a tasso variabile del valore di €3 miliardi (\$3,64 miliardi) con uno spread di 5 punti base sull'Euribor a tre mesi nell'ambito di un programma di emissioni per €20 miliardi. Il 30 settembre la banca commerciale spagnola BBVA Senior Finance SA Unipersonal ha

Ampia domanda di titoli a breve scadenza

emesso un'euroobbligazione biennale per €3 miliardi (\$3,73 miliardi) con uno spread di 2 punti base sull'Euribor a tre mesi.

Varia significativamente l'incidenza relativa delle valute

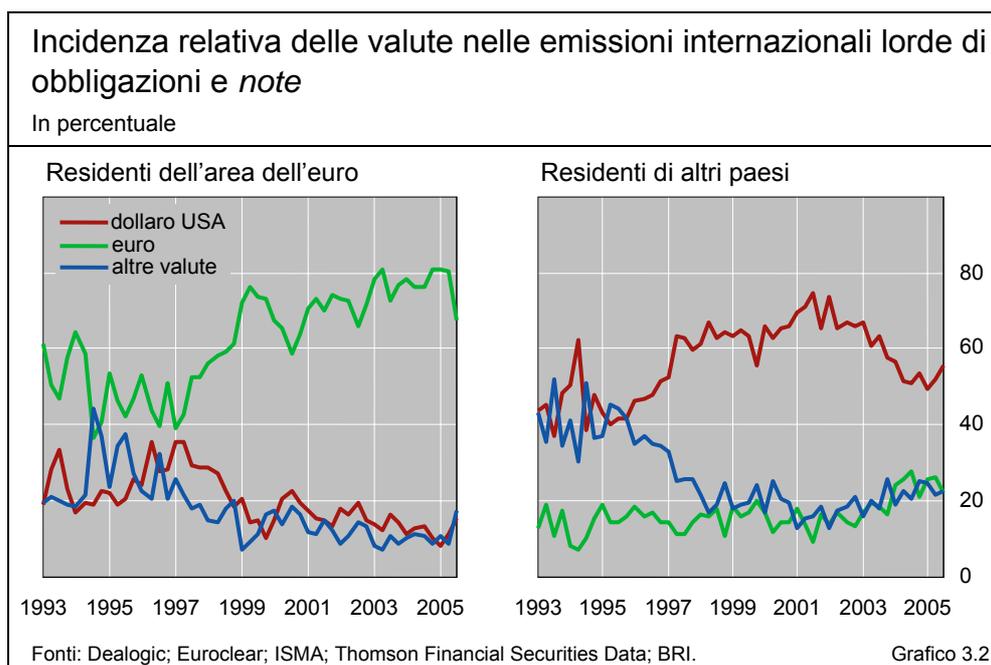
La tendenza crescente delle emissioni in euro ...

In retrospettiva si può osservare una costante tendenza all'aumento delle emissioni in euro di residenti dell'area a partire dalla fine del 2000. Nel periodo che ha preceduto l'unione monetaria europea la quota di emissioni internazionali denominate nelle valute confluite nell'euro da parte di soggetti dell'area era sensibilmente aumentata, da circa il 40 al 75% nell'arco di due anni (grafico 3.2). Dopo una temporanea flessione al 60% a metà 2000, tale quota è progressivamente risalita fino a circa l'80% nel primo semestre 2005. Per contro, le emissioni in euro sul mercato internazionale da parte di soggetti esterni all'area non sono aumentate in misura significativa. Come mostra il grafico, dal 2003 l'incidenza delle emissioni lorde in euro e in altre valute è cresciuta rispetto a quella delle emissioni in dollari USA, ma le variazioni sono state relativamente modeste fino a ora.

... si inverte nel terzo trimestre

A prescindere da queste tendenze, la quota delle emissioni in euro di mutuatari dell'area è diminuita nel terzo trimestre, di pari passo con il netto calo della loro raccolta lorda totale. Analogamente, sono diminuite anche le quote delle emissioni lorde e nette di obbligazioni e *note* internazionali in euro di soggetti non appartenenti all'area (tabella 3.3). Di conseguenza, per la prima volta dal terzo trimestre 2002 l'ammontare delle emissioni nette in euro (\$60,5 miliardi) è stato inferiore a quello delle emissioni in dollari USA (\$78,8 miliardi).

Oltre alla quota di titoli in dollari USA sono decisamente aumentate nel trimestre anche quelle di alcune altre valute: in particolare, le emissioni lorde di obbligazioni e *note* in dollari australiani e neozelandesi sono cresciute



Emissioni nette di obbligazioni e note internazionali per regione e per valuta ¹								
In miliardi di dollari USA								
		2003	2004	2004		2005		
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Stati Uniti	Dollaro USA	204,9	134,8	5,0	51,0	42,6	56,3	14,0
	Euro	41,4	48,9	14,7	7,4	13,7	-3,2	12,1
	Sterlina	12,0	22,9	10,6	4,7	5,5	1,1	6,9
	Yen	1,2	4,8	1,5	0,3	-1,1	-0,3	3,4
	Altre valute	1,0	11,7	3,0	0,5	4,5	-0,1	6,0
Area dell'euro	Dollaro USA	74,7	56,8	9,7	15,7	15,2	15,0	14,9
	Euro	627,1	655,4	115,4	195,3	238,3	279,2	3,2
	Sterlina	13,9	32,6	8,2	5,3	12,0	6,9	9,4
	Yen	-9,5	3,1	0,6	-3,0	5,0	0,4	-0,4
	Altre valute	25,6	31,8	5,8	6,9	13,3	8,0	5,6
Altre regioni	Dollaro USA	139,9	182,5	39,2	46,3	37,9	28,2	49,9
	Euro	115,0	218,5	62,6	47,8	61,1	56,0	45,2
	Sterlina	58,9	78,7	8,2	29,1	31,4	25,7	27,5
	Yen	12,0	19,2	5,2	0,9	0,1	-6,5	-3,0
	Altre valute	45,0	51,8	14,0	16,5	16,2	37,1	17,1
Totale	Dollaro USA	419,4	374,0	53,9	113,0	95,6	99,5	78,8
	Euro	783,5	922,9	192,8	250,5	313,0	332,0	60,5
	Sterlina	84,8	134,2	27,0	39,0	48,9	33,7	43,8
	Yen	3,7	27,2	7,3	-1,8	4,0	-6,4	0,0
	Altre valute	71,7	95,3	22,9	23,9	34,0	45,0	28,6

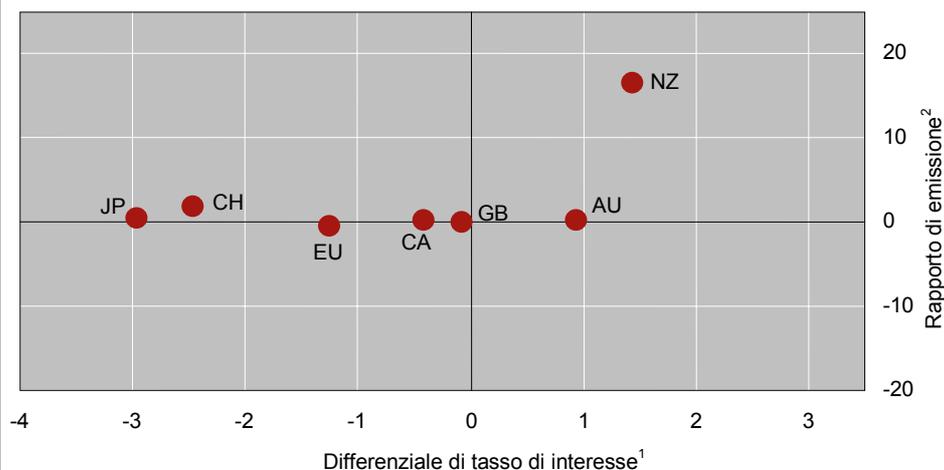
¹ In base alla nazionalità del mutuatario.
 Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella 3.3

rispettivamente del 39 e 88%. Precedenti ricerche hanno evidenziato che la quota di emissioni lorde in una valuta tende a essere correlata al volume di emissioni dei residenti nel paese della moneta considerata e al differenziale tra tassi di interesse locali a lungo termine e rendimenti dei titoli del Tesoro USA². In effetti, negli ultimi trimestri in Australia e Nuova Zelanda i tassi di interesse a lungo termine sono stati notevolmente più elevati di quelli statunitensi (grafico 3.3). Tuttavia, da un esame più approfondito emerge che la relazione tra emissioni e differenziali di interesse non è stata così univoca nel terzo trimestre; ad esempio, anche i collocamenti in dollari canadesi e in franchi svizzeri hanno raggiunto livelli storicamente elevati, sebbene i tassi di interesse a lungo termine dei rispettivi paesi fossero inferiori a quelli statunitensi.

Forte aumento delle emissioni in dollari australiani e neozelandesi

² Cfr. B. Cohen, "Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2005, 57-71. La quota delle emissioni in una valuta aumenta generalmente anche di riflesso alla forza di quest'ultima nei confronti del dollaro USA. Nel terzo trimestre tutti i tassi di cambio delle valute considerate nel grafico 3.3 si sono attestati su livelli relativamente elevati rispetto alla loro media dal 1995 (misurata in dollari USA per unità di valuta nazionale).

Differenziali di tasso di interesse e attività di emissione in determinati paesi



AU = Australia, CA = Canada, CH = Svizzera, EU = area dell'euro, GB = Regno Unito, JP = Giappone, NZ = Nuova Zelanda.

¹ Differenza fra il rendimento del titolo di Stato decennale del paese considerato e quello del Treasury USA decennale, 3° trimestre 2005; per l'area dell'euro, rendimento del Bund decennale (in percentuale). ² Rapporto tra le emissioni in una data valuta, depurate dal *trend*, e le emissioni di residenti del paese di origine della moneta nel 3° trimestre 2005; i dati si riferiscono alle emissioni lorde annunciate di obbligazioni e *note* internazionali. Il *trend* è calcolato utilizzando i dati dal 1° trimestre 1995 al 3° trimestre 2005.

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

Grafico 3.3

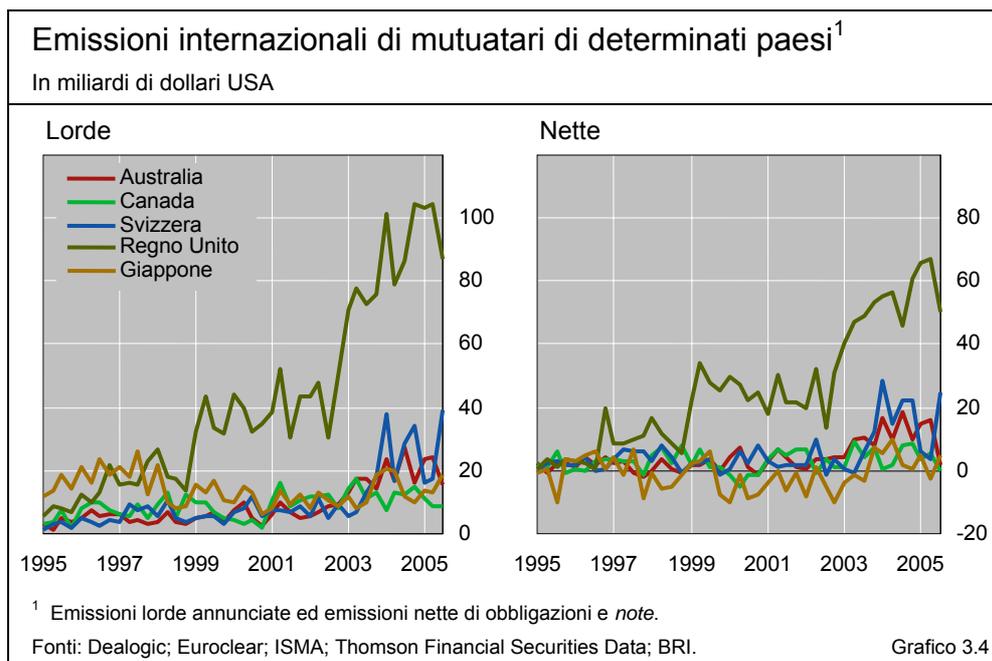
Le emissioni nelle altre economie sviluppate restano sostenute

La raccolta di altre economie sviluppate tiene il passo ...

Anche i mutuatari di alcune altre economie sviluppate sono stati attivi sul mercato internazionale nel trimestre in esame. Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* sono cresciute del 128% in Svizzera, del 40% in Giappone e del 6% in Canada (grafico 3.4). È pur vero che questi paesi costituiscono un segmento relativamente esiguo del mercato internazionale e il loro impatto sull'attività complessiva del mercato è quindi limitato. A titolo di esempio, a settembre 2005 l'ammontare in essere di obbligazioni e *note* internazionali emesse da soggetti britannici, canadesi e giapponesi risultava pari rispettivamente a \$1,4 trilioni, \$300 e \$269 miliardi, rispetto ai \$5,9 trilioni dell'area dell'euro e ai \$3,4 trilioni degli Stati Uniti.

... e comprende un'operazione di elevato importo da parte del Canada

Una delle maggiori operazioni sul mercato internazionale nel terzo trimestre è stata posta in essere dalla Canada Housing Trust No 1, una società veicolo che ha lanciato un'obbligazione a tasso fisso per 4,35 miliardi di dollari canadesi (\$3,7 miliardi) garantita da Canada Mortgage and Housing Corporation. Il titolo ha scadenza quinquennale e reca uno spread di 8 punti base sull'obbligazione di Stato canadese con scadenza gennaio 2010. In seguito alla ridotta offerta di debito pubblico, sul mercato canadese è andata aumentando la domanda di emissioni da parte di enti di emanazione governativa ad alto rating. Sempre nel terzo trimestre un'altra operazione consistente è stata l'obbligazione triennale in dollari USA di \$3 miliardi



lanciata da The Royal Bank of Scotland, con sede nel Regno Unito. L'istituto bancario è uno dei maggiori emittenti sui mercati internazionali degli ultimi anni, con una media annua di \$21 miliardi di emissioni lorde di obbligazioni e *note* dal 2003.

Il comparto ad alto rendimento recupera terreno dopo le turbolenze di primavera

Nel terzo trimestre le emissioni lorde di obbligazioni e *note* ad alto rendimento delle economie sviluppate sono aumentate di oltre il 50% su base trimestrale, a \$9,5 miliardi (grafico 3.5). In termini percentuali tale aumento ha ampiamente compensato il netto calo del trimestre precedente, quando il comparto aveva risentito del declassamento di General Motors e Ford al di sotto della qualità bancaria e gli spread applicati sul mercato secondario si erano significativamente ampliati. Agli inizi di luglio, tuttavia, i differenziali misurati sull'indice Merrill Lynch erano già tornati ai livelli di fine marzo, fino a toccare il minimo di 325 punti base il 29 luglio. In generale, gli investitori hanno mostrato un rinnovato interesse per i titoli di debito più rischiosi e remunerativi e gli emittenti con merito creditizio più basso hanno potuto approfittare delle migliorate condizioni di finanziamento, sebbene il volume delle emissioni sia rimasto inferiore ai livelli del 2004.

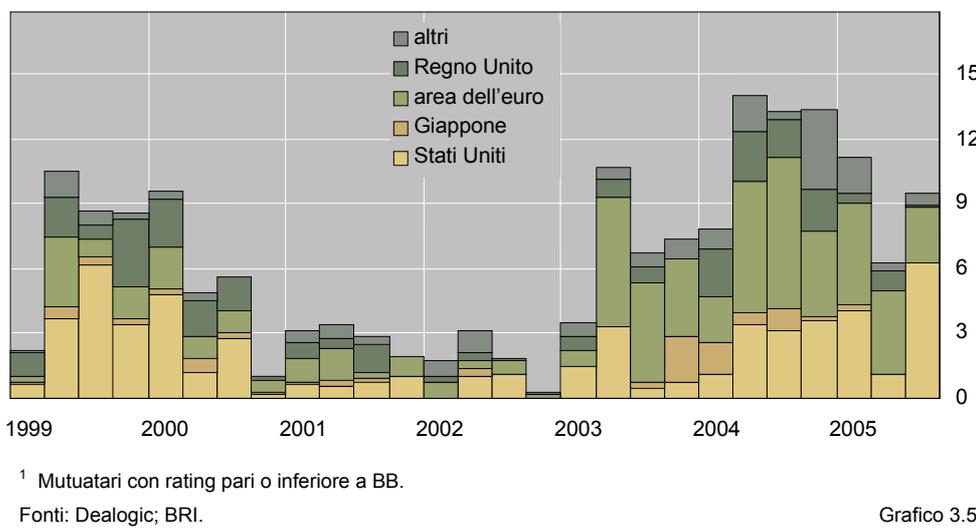
Una delle ragioni che spiegano la crescita delle emissioni ad alto rendimento nel trimestre in esame è il maggior ricorso a operazioni di *leveraged buyout* (LBO). In particolare, Sungard Data Systems Inc ha perfezionato un pacchetto di due obbligazioni nell'ambito di un'acquisizione del valore di \$11,3 miliardi da parte di investitori di *private equity*. L'operazione, al momento la più ingente dopo quella di RJR Nabisco del 1989, è stata finanziata con prestiti per \$5 miliardi, collocamenti obbligazionari per

Le emissioni ad alto rendimento riprendono quota ...

... anche grazie all'incremento delle operazioni di LBO

Paesi sviluppati: emissioni annunciate di obbligazioni internazionali di qualità non bancaria¹

In miliardi dollari USA, in base alla nazionalità dell'emittente



\$3 miliardi e in contanti per la parte restante. Entrambe le obbligazioni sono state quotate B- da Standard & Poor's.

Verso un anno record per la raccolta dei paesi emergenti

La raccolta dei paesi emergenti resta sostenuta ...

I mutuatari dei paesi emergenti hanno fatto registrare un altro trimestre di intensa attività sui mercati internazionali dei titoli di debito. Sebbene lievemente diminuite rispetto ai primi due trimestri dell'anno, le emissioni lorde di obbligazioni e *note* hanno comunque superato i livelli degli ultimi anni, compreso il risultato record del 2004 (grafico 3.6)³. L'andamento della raccolta dei paesi emergenti presenta una forte componente stagionale, in quanto nel terzo trimestre le emissioni sono generalmente inferiori del 14% alla media annua. Se calcolata sull'anno precedente, nel terzo trimestre 2005 la raccolta lorda risulta infatti aumentata del 32%.

... grazie alle favorevoli condizioni di finanziamento

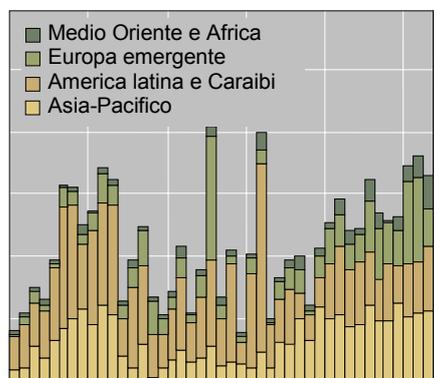
Dato il modesto impatto prodotto sui mercati emergenti dalle turbolenze della primavera scorsa nei mercati creditizi statunitensi, non vi era da attendersi che l'attività dei mutuatari emergenti aumentasse di riflesso alla ripresa delle emissioni statunitensi ad alto rendimento nel terzo trimestre. Ciò non toglie che il contesto finanziario sia stato particolarmente favorevole, grazie al calo costante degli spread sul mercato secondario per tutto il trimestre. Al 3 ottobre gli spread sull'indice EMBI+ di JPMorgan Chase (esclusa l'Argentina) erano scesi fino al minimo storico di 235 punti base, ovvero 69 punti al disotto del livello di inizio trimestre. Tuttavia, considerando

³ I dati per il primo trimestre 2005 non comprendono la ricomposizione di emissioni della Repubblica argentina, pari complessivamente a \$35,6 miliardi. Per ulteriori dettagli sulla conversione del debito argentino, cfr. questa stessa sezione nella *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2005.

Mercati emergenti: emissioni di titoli di debito internazionali¹

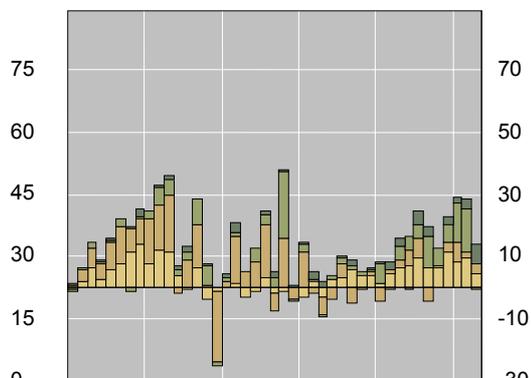
In miliardi di dollari USA

Emissioni lorde, in base alla nazionalità del mutuatario



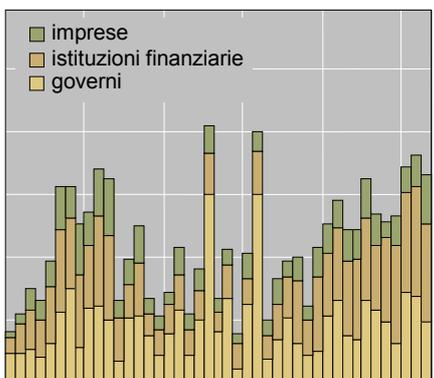
1995 1997 1999 2001 2003 2005

Emissioni nette, in base alla nazionalità del mutuatario



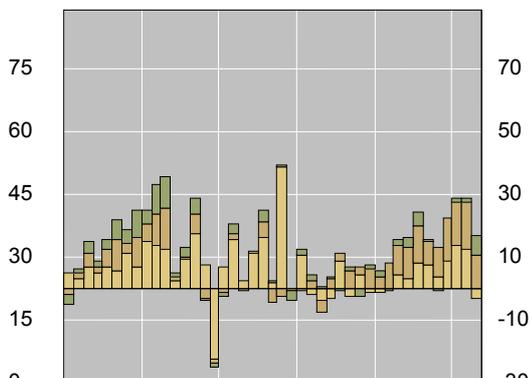
1995 1997 1999 2001 2003 2005

Emissioni lorde, in base al settore del mutuatario



1995 1997 1999 2001 2003 2005

Emissioni nette, in base al settore del mutuatario



1995 1997 1999 2001 2003 2005

¹ Escluse le emissioni della Repubblica argentina nel primo e secondo trimestre 2005.

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

Grafico 3.6

che molti emittenti avevano già soddisfatto gran parte del loro fabbisogno di finanziamento annuo ancora prima che il terzo trimestre fosse cominciato, vi era una minore esigenza di nuovi collocamenti sul mercato. In effetti, come già osservato nel “Quadro generale degli sviluppi”, all’inizio del quarto trimestre si è verificato un sensibile calo della raccolta da parte di mutuatari dei mercati emergenti.

Da un punto di vista regionale e settoriale l’attività del terzo trimestre si caratterizza per due aspetti chiave. Il primo è l’incremento su base trimestrale delle emissioni lorde di obbligazioni e *note* internazionali nelle regioni Asia-Pacifico, America latina, Medio Oriente e Africa, cui si contrappone un significativo calo sui mercati emergenti europei (del 55%, a \$8,9 miliardi). Complessivamente la raccolta netta dei mercati emergenti è diminuita soltanto dell’1,9%, totalizzando \$15,3 miliardi, ma le emissioni nette dell’Europa emergente sono crollate quasi a zero dai \$14,9 miliardi del trimestre precedente. In secondo luogo, i governi e le istituzioni finanziarie, da cui

Il settore societario è il più attivo nei mercati emergenti

proviene normalmente la maggior parte delle emissioni dei paesi emergenti, hanno ridotto nel terzo trimestre il loro ricorso al mercato. I governi hanno in effetti rimborsato più debito di quanto non ne abbiano emesso, con una raccolta netta di -\$2,9 miliardi. Le imprese non finanziarie, d'altra parte, hanno esteso la loro presenza sul mercato internazionale, totalizzando una raccolta lorda di \$11,6 miliardi e netta di \$6,1 miliardi.

Spicca il dinamismo del governo brasiliano ...

Nell'America latina spicca nel terzo trimestre il dinamismo del Brasile. Ciò vale in particolare per il governo di questo paese, che a fine luglio ha annunciato la conversione di tutte le obbligazioni Brady in essere contro euroobbligazioni denominate in dollari USA. I nuovi titoli hanno un valore nominale di \$4,5 miliardi e una scadenza di circa 12 anni. Agli inizi di settembre è seguito l'annuncio di un'altra emissione in dollari USA per \$1 miliardo con scadenza quasi ventennale. Poco dopo, il governo brasiliano ha lanciato sul mercato internazionale un'ingente emissione in real (cfr. oltre).

... e di alcuni mutuatari messicani

Il terzo trimestre ha visto anche la presenza sul mercato internazionale di diversi operatori messicani. Nonostante le loro emissioni lorde di obbligazioni e *note* (\$1,6 miliardi) siano state molto inferiori a quelle dei mutuatari brasiliani, la raccolta netta è stata relativamente elevata (circa \$1 miliardo). Southern Peru Copper Corp, società messicana operante negli Stati Uniti, ha emesso due obbligazioni in dollari USA, rispettivamente con scadenza decennale (\$200 milioni) e trentennale (\$600 milioni). La durata relativamente lunga di quest'ultimo titolo è indicativa di un più generale allungamento delle scadenze che ha caratterizzato le operazioni degli emittenti latinoamericani nel corso del trimestre; ad esempio, la scadenza media delle emissioni a tasso fisso delle imprese latinoamericane è cresciuta da 10,5 a 13,2 anni. La seconda maggiore operazione effettuata in Messico nel periodo in esame è stata l'euroobbligazione in peso lanciata da una società di telecomunicazioni, América Móvil SA de CV, con valore nominale di cinque miliardi di peso messicani (\$466 milioni) e scadenza di 10¼ anni.

Emissioni di importo elevato da parte di istituzioni finanziarie cinesi e coreane

Nella regione Asia-Pacifico i paesi più attivi sul mercato internazionale sono stati Cina e Corea. Nel corso del trimestre gli emittenti sovrani di entrambi i paesi sono stati oggetto di valutazioni positive da parte delle agenzie di rating: il 20 luglio Standard & Poor's ha innalzato il rating della Cina da BBB+ ad A- e il 27 quello della Corea da A- ad A; il 19 settembre Fitch ha ripreso in esame la Corea in vista di un innalzamento del rating. Tuttavia, le emissioni più consistenti non sono state effettuate dalle amministrazioni centrali. Export-Import Bank of China e China Development Bank hanno emesso ciascuna obbligazioni decennali in dollari USA per \$1 miliardo. China Development Bank ha inoltre perfezionato il collocamento di un'obbligazione per \$500 milioni. L'operazione di importo più elevato della Corea è consistita in un'obbligazione quinquennale in dollari USA per \$750 milioni da parte di Korea Development Bank.

Il governo filippino accede nuovamente ai mercati internazionali ...

A metà settembre la Repubblica delle Filippine ha lanciato un'obbligazione in dollari USA con scadenza a 10½ anni per un valore di \$1 miliardo, completando il programma di finanziamento per il 2005. Evidentemente, il governo filippino non ha incontrato particolari difficoltà di accesso ai mercati

internazionali dei capitali quest'anno, nonostante i problemi di natura politica e fiscale e le variazioni negative di rating. Nel corso del trimestre i differenziali sul debito pubblico filippino nel mercato secondario sono anzi diminuiti. L'emissione di cui sopra è stata lanciata con uno spread di 430 punti base sul titolo di Stato decennale statunitense, ovvero più o meno entro la fascia in cui, in base all'indice EMBI+ di JPMorgan, erano quotati i titoli di Stato filippini immediatamente prima dell'operazione.

Nell'Europa emergente il calo delle emissioni è attribuibile principalmente a Polonia e Turchia. Mentre negli ultimi trimestri la Repubblica di Polonia era stata molto attiva sul mercato internazionale dei titoli di debito, nel terzo trimestre ha emesso solo una *note* a medio termine in euro, del valore facciale di €750 milioni. Delle cinque maggiori operazioni della regione, tre sono state effettuate da imprese russe, e due di queste dall'ente finanziario Gazstream SA sotto forma di obbligazioni in dollari USA.

Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* in Medio Oriente e Africa sono aumentate da \$4,9 a 7,1 miliardi tra il secondo e il terzo trimestre. Inoltre, a settembre il volume netto aveva già superato di \$1,3 miliardi il totale dello scorso anno. Egitto e Qatar hanno contribuito per circa un terzo ciascuno alle emissioni lorde della regione. Nel caso del Qatar si è trattato di due sole obbligazioni in dollari emesse da Ras Laffan Liquefied Natural Gas Co Ltd.

... mentre la Repubblica di Polonia riduce la raccolta

Ancora in crescita le emissioni in moneta locale

Nel terzo trimestre le emissioni in moneta locale di titoli di debito internazionali da parte di mutuatari dei paesi emergenti hanno registrato un ulteriore incremento, del 10%, attestandosi a \$2,1 miliardi (grafico 3.7). L'ammontare complessivo di tali emissioni sale così a \$5,5 miliardi per il 2005, che si avvia a diventare con ampio margine un anno record per questo segmento del mercato⁴.

Aumentano le emissioni in moneta locale dei mercati emergenti ...

Negli ultimi anni i mutuatari latinoamericani sono stati il gruppo più attivo nell'area emergente⁵. In base ai dati più recenti, la grande maggioranza delle emissioni in moneta locale (\$2 miliardi) è provenuta ancora una volta dall'America latina, e principalmente dal governo brasiliano che ha lanciato verso la fine di settembre un'emissione con valore facciale di 3,4 miliardi di real (\$1,48 miliardi)⁶.

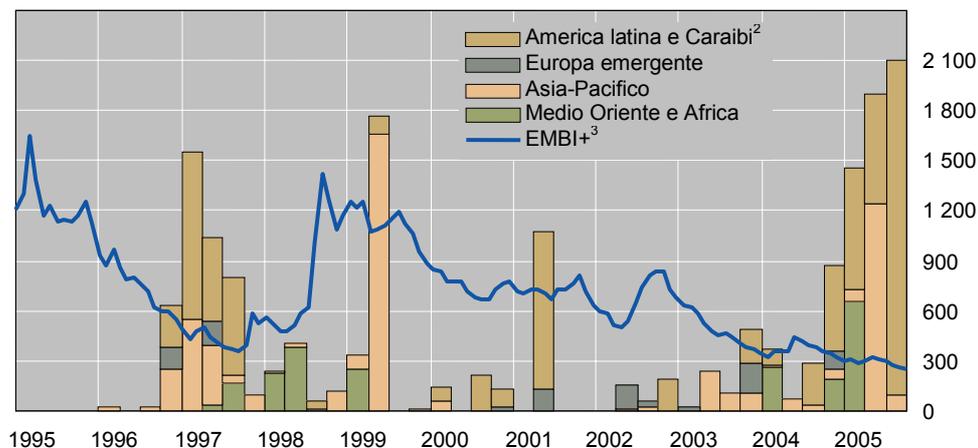
L'emissione pubblica brasiliana rappresenta probabilmente una svolta importante per il segmento in moneta locale del mercato internazionale in

⁴ I dati per il primo trimestre 2005 non comprendono la ricomposizione di emissioni della Repubblica argentina, pari complessivamente a \$15,7 miliardi.

⁵ Per un'analisi più dettagliata delle emissioni di debito in moneta locale sul mercato internazionale da parte dei paesi dell'America latina, cfr. "Debito pubblico internazionale denominato in moneta locale: sviluppi recenti in America latina", in questa stessa *Rassegna trimestrale BRI*.

⁶ Le altre emissioni in moneta locale dell'America latina sono state effettuate da due banche brasiliane e da una società messicana di telecomunicazioni.

Mercati emergenti: emissioni di titoli di debito internazionali in moneta locale¹



¹ Emissioni annunciate, in base alla nazionalità del mutuatario, in milioni di dollari USA. ² Escluse le emissioni della Repubblica argentina nel primo trimestre 2005. ³ Corretto per l'Argentina; medie mensili, in punti base.

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

Grafico 3.7

... trainate da un'ingente emissione di Stato brasiliana in real

generale e per il governo brasiliano più in particolare. Si tratta, specificamente, di un titolo a tasso fisso (con cedola 12,5%) a lunga scadenza (5 gennaio 2016) e di importo elevato. Alla data del lancio era quotato B1 da Moody's e BB- da Fitch. Circa due terzi dell'emissione sono stati venduti a investitori nordamericani e il resto perlopiù a investitori europei. In precedenza, le emissioni in real sul mercato internazionale avevano dimensioni decisamente minori o strutture più complesse (come le *note* strutturate). Considerata la natura relativamente innovativa di tale emissione, non vi erano chiari parametri di riferimento per la determinazione del prezzo. La scadenza più lunga di un titolo di Stato brasiliano a tasso fisso sul mercato locale era di circa sette anni, e non si sono sviluppati mercati a termine con scadenze lunghe. I tassi di interesse brasiliani erano in calo proprio nel periodo precedente l'operazione; il 14 settembre, sei giorni prima dell'annuncio dell'emissione, la banca centrale aveva deciso un taglio dei tassi. In definitiva, le domande di sottoscrizione hanno superato ampiamente l'offerta e il titolo è stato quotato con un rendimento del 13,1%. Risulta inoltre che nella fase iniziale delle contrattazioni i differenziali denaro-lettera del titolo fossero piuttosto esigui rispetto a quelli delle *note* strutturate o di altre emissioni minori in real negoziate sui mercati internazionali.

