

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel secondo trimestre 2004 le nuove emissioni sul mercato internazionale dei titoli di debito hanno segnato un certo rallentamento rispetto al primo trimestre, pur continuando a evidenziare nel complesso una crescita robusta. L'attività di

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

in miliardi di dollari USA

	2002	2003	2003			2004		Stock a fine giugno 2004
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale emissioni nette	1 011,4	1 472,4	351,4	303,9	458,9	521,0	347,5	12 332,0
Strumenti del mercato monetario ¹								596,0
Commercial paper	23,7	83,3	13,3	-25,4	48,7	9,0	-3,4	414,9
Obbligazioni e notes ¹	1 009,7	1 397,0	347,7	336,8	409,7	486,0	344,9	11 736,0
A tasso variabile	198,8	392,4	74,1	98,0	153,4	154,4	167,9	3 112,7
Ordinarie a tasso fisso	800,8	983,7	273,0	234,5	240,6	338,5	169,5	8 267,4
Collegate ad azioni	10,2	20,9	0,6	4,3	15,7	-6,9	7,5	355,9
Paesi sviluppati	945,5	1 365,9	318,1	281,6	435,2	486,0	316,7	11 002,0
Stati Uniti	330,7	275,6	30,5	91,2	98,2	126,4	6,9	3 200,3
Area dell'euro	479,1	768,8	208,7	124,8	223,4	232,7	214,8	5 306,0
Giappone	-22,7	-1,0	-1,8	-3,7	7,9	6,3	11,0	283,1
Centri offshore	8,1	16,3	4,0	0,4	9,1	0,9	5,0	137,4
Mercati emergenti	36,9	66,9	13,9	19,5	18,8	24,1	18,7	676,2
Istituzioni finanziarie	833,2	1 188,6	248,2	256,4	409,8	417,3	282,1	9 082,4
Private	697,9	984,8	199,5	209,8	349,5	339,8	234,6	7 675,4
Pubbliche	135,4	203,8	48,7	46,6	60,4	77,5	47,5	1 407,0
Imprese	55,3	113,3	33,9	22,0	40,9	7,4	10,8	1 495,9
Private	44,5	95,3	31,1	18,3	37,2	-0,0	7,2	1 249,1
Pubbliche	10,8	18,0	2,8	3,7	3,7	7,5	3,5	246,8
Governi	102,0	147,3	54,0	23,0	12,3	86,2	47,6	1 237,2
Organizzazioni internazionali	20,9	23,2	15,3	2,4	-4,2	10,0	7,0	516,5
<i>Per memoria: CP sull'interno²</i>								
<i>di cui: USA</i>	-99,1	-41,7	-26,6	-36,6	7,5	58,4	-10,6	1 928,4
	-91,4	-81,3	-41,9	-22,3	-1,5	47,8	-26,8	1 309,7

¹ Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. ² Per il secondo trimestre 2004, dati parzialmente stimati.

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

Tabella 3.1

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2002	2003	2003			2004	
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Totale emissioni annunciate	2 099,3	2 884,1	755,9	656,9	712,3	982,3	792,6
Obbligazioni	1 164,8	1 609,7	424,6	343,6	405,0	569,5	429,5
Notes	934,5	1 274,4	331,3	313,3	307,3	412,8	363,0
A tasso variabile	602,5	963,8	233,6	241,2	257,6	337,9	321,5
Ordinarie a tasso fisso	1 454,0	1 832,2	505,7	388,9	428,1	627,1	453,1
Collegate ad azioni ¹	42,8	88,1	16,6	26,8	26,6	17,3	17,9
Dollaro USA	985,0	1 169,5	282,2	285,8	268,6	355,8	258,3
Euro	806,3	1 288,9	369,7	271,8	316,9	478,7	398,6
Yen	88,3	102,9	26,0	24,5	29,0	29,0	33,5
Altre valute	219,7	322,9	78,0	74,8	97,7	118,7	102,2
Istituzioni finanziarie	1 631,5	2 281,2	569,7	536,2	593,8	786,6	623,6
Private	1 360,9	1 913,8	467,7	451,1	506,5	659,1	531,9
Pubbliche	270,6	367,4	102,0	85,1	87,3	127,5	91,6
Imprese	211,6	271,0	78,3	67,0	68,8	62,0	73,6
di cui: telecom	46,2	54,8	9,5	8,0	14,1	11,6	8,5
Private	187,5	220,7	69,9	53,6	56,5	52,7	61,2
Pubbliche	24,2	50,3	8,4	13,4	12,3	9,4	12,4
Governi	171,8	239,4	79,2	39,0	39,6	109,9	64,7
Organizzazioni internazionali	84,3	92,5	28,6	14,7	10,1	23,8	30,7
Emissioni perfezionate	2 098,3	2 865,2	728,0	684,1	735,3	934,0	792,6
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 088,6</i>	<i>1 468,2</i>	<i>380,3</i>	<i>347,3</i>	<i>325,6</i>	<i>447,9</i>	<i>447,7</i>

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

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

Tabella 3.2

raccolta è stata sospinta dalla ripresa dell'economia mondiale e dall'attenuarsi dei timori circa le implicazioni di un inasprimento monetario nelle economie mature. I nuovi collocamenti hanno superato i rimborsi di \$347,5 miliardi, cifra che appare modesta se paragonata ai \$521 miliardi del trimestre precedente, ma appena inferiore ai \$351 miliardi di 12 mesi prima (tabella 3.1). La raccolta netta dei mutuatari USA è calata bruscamente, provocando una decelerazione delle emissioni in dollari a livello mondiale, nonostante il più intenso ricorso a questa valuta da parte di emittenti non statunitensi. Particolarmente attivi sono stati i prenditori a basso rating e quelli delle economie emergenti, nonché gli emittenti giapponesi. Stando ai dati preliminari, tali tendenze sarebbero per lo più proseguite nel mese di luglio.

Nel secondo trimestre l'attenzione dei mercati si è incentrata sulla portata e sulle conseguenze del passaggio a un orientamento restrittivo nella politica monetaria USA. I dati diffusi ad aprile e maggio sembravano indicare che l'inasprimento sarebbe stato piuttosto rapido, ma questa attesa è stata smentita dalle statistiche di giugno, nonché dalle dichiarazioni pubbliche degli esponenti della Federal Reserve. Numerosi emittenti, in particolare le imprese a più basso rating dei paesi industriali e i mutuatari delle economie emergenti

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e per valuta¹

in miliardi di dollari USA

		2002	2003	2003			2004	
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Nord America	Dollaro USA	297,2	220,3	27,2	74,4	80,7	99,3	-26,5
	Euro	40,3	52,0	6,3	14,9	14,6	14,3	20,5
	Yen	-7,0	-1,9	-1,8	-1,2	0,6	1,3	1,6
	Altre valute	12,3	25,1	7,6	6,0	9,6	12,0	12,6
Unione Europea	Dollaro USA	68,8	149,5	29,9	42,0	37,6	42,0	56,0
	Euro	463,6	749,4	212,9	118,5	211,4	224,9	184,4
	Yen	-26,6	-8,9	-3,2	-3,4	2,2	1,0	4,3
	Altre valute	86,7	117,2	27,4	17,4	43,7	34,0	36,2
Altre aree	Dollaro USA	53,3	98,2	21,0	26,0	31,0	33,1	23,3
	Euro	18,9	32,9	14,5	6,9	6,2	37,8	16,3
	Yen	-9,6	6,6	1,9	-2,3	9,1	2,7	9,0
	Altre valute	13,6	32,2	7,7	4,8	12,3	18,7	9,7
Totale	Dollaro USA	419,3	467,9	78,0	142,4	149,4	174,4	52,9
	Euro	522,8	834,3	233,8	140,3	232,2	277,0	221,3
	Yen	-43,3	-4,3	-3,1	-6,9	11,8	5,0	14,9
	Altre valute	112,5	174,5	42,8	28,1	65,5	64,7	58,5

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

europee e asiatiche, si sono affrettati ad assicurarsi condizioni di mercato ancora favorevoli prima della fase di turbolenza che si prevedeva avrebbe accompagnato la svolta monetaria della Fed. Altri prenditori, specie le imprese statunitensi con rating più elevato, hanno optato per una riduzione delle nuove emissioni a causa delle incerte prospettive. La crescita dell'incidenza di titoli a tasso variabile sull'insieme delle emissioni ha segnalato la volontà degli emittenti di assecondare le preferenze degli investitori alla luce dell'incertezza riguardo all'andamento dei tassi nel breve periodo.

Emissioni USA in calo

Brusco calo delle
emissioni nette
USA ...

Tra il primo e il secondo trimestre 2004 le emissioni internazionali nette di prenditori residenti negli Stati Uniti sono crollate da \$126 a meno di 7 miliardi. Ciò ha rispecchiato sia la minore raccolta lorda – che dopo la pronunciata crescita del trimestre precedente è tornata sui ritmi osservati per la maggior parte del 2003 – sia il forte incremento dei rimborsi programmati. Alla flessione delle emissioni nette ha concorso anche la cancellazione di circa \$20 miliardi di obbligazioni internazionali emesse da WorldCom a completamento del processo di ristrutturazione avviato ai sensi del Chapter 11 della legge fallimentare statunitense dalla MCI Inc, nuova denominazione sociale dell'azienda (gli obbligazionisti sono stati compensati con una combinazione di azioni e notes). Anche le emissioni nette sul mercato interno USA hanno fatto

registrare un rallentamento, passando da \$186 miliardi nel primo trimestre a \$121 miliardi nel secondo (dati Bloomberg).

Gran parte del calo nell'attività di raccolta statunitense è attribuibile alle istituzioni finanziarie, le cui emissioni internazionali nette sono scese a \$22 miliardi, dai \$122 miliardi del primo trimestre. I due grandi emittenti di titoli ipotecari, in particolare, hanno drasticamente ridotto i collocamenti, dopo l'aggressiva espansione del trimestre precedente. Le incerte prospettive per i tassi di interesse potrebbero aver temporaneamente dissuaso le istituzioni finanziarie dal lanciare nuove emissioni in vista di un rallentamento di attività quali il rifinanziamento ipotecario. Tuttavia, il calo della raccolta netta ha parimenti interessato le imprese non finanziarie, a indicare che anch'esse avrebbero adottato un atteggiamento prudente nei confronti di un aumento del finanziamento esterno, davanti al cambiamento nel ciclo di politica monetaria.

Il calo delle emissioni di soggetti USA ha comportato una brusca flessione dei collocamenti netti in dollari sul mercato internazionale, scesi a \$53 miliardi dai \$174 miliardi del primo trimestre (tabella 3.3). I prenditori nordamericani hanno di fatto ridotto il loro debito in dollari di \$26,5 miliardi nel periodo in esame. Anche omettendo la cancellazione delle emissioni in dollari di WorldCom (pari a \$18 miliardi), le passività nordamericane in essere denominate in dollari hanno subito un netto calo per la prima volta dal dicembre 1993. Ciò appare ancor più degno di nota se si considera che l'incidenza del dollaro sulle emissioni nette di mutuatari residenti in Europa o in altri paesi è in realtà aumentata. Il disimpegno dei prenditori statunitensi si è pertanto prodotto nonostante che il contesto mondiale fosse propizio per le emissioni denominate nella valuta americana.

... specie delle istituzioni finanziarie ...

... con una flessione delle emissioni in dollari a livello globale ...

... malgrado il ricorso relativamente più intenso alla valuta USA al di fuori del Nord America

Prosegue il recupero delle emissioni giapponesi

Il deciso ritorno degli emittenti giapponesi sul mercato internazionale dei titoli di debito è proseguito nel secondo trimestre, con un aumento della raccolta netta a \$11 miliardi ed emissioni annunciate per \$33 miliardi. I prenditori nipponici hanno continuato a fare ampio ricorso a titoli convertibili, che nel trimestre in esame hanno concorso al 27% dei loro annunci di nuove obbligazioni e notes, contro solo il 2% a livello mondiale. La maggior parte dei nuovi collocamenti di titoli di debito è denominata in yen, mentre la raccolta netta in dollari è stata negativa.

Come nei due trimestri precedenti, gli emittenti più attivi sono stati le imprese e le istituzioni finanziarie non bancarie. Le banche private hanno annunciato nuove emissioni per \$4,6 miliardi, destinate però per la maggior parte a rifinanziare passività in scadenza. Tra gli emittenti non finanziari più attivi figurano Nippon Telegraph and Telephone – che ha annunciato ai primi di giugno l'emissione di una note settennale per €500 milioni – e Toshiba Corporation, con l'annuncio alla fine di quel mese dell'emissione di obbligazioni quinquennali e settennali per ¥150 miliardi. L'ente del settore pubblico Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises ha collocato a fine maggio un'euroobbligazione decennale a tasso fisso per €900 milioni.

Particolarmente attive le imprese e le istituzioni finanziarie non bancarie giapponesi

Sostenute emissioni societarie ad alto rendimento

Emissioni ad alto rendimento sospinte dai mutuatari europei ...

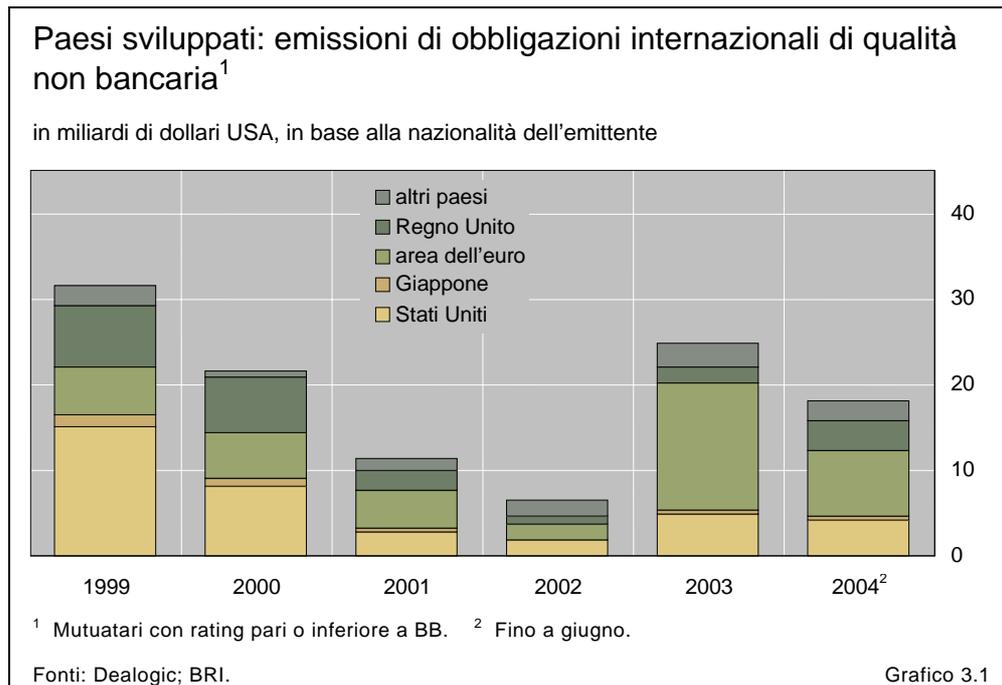
Nel secondo trimestre è proseguita l'intensa attività di emissione dei mutuatari a più basso rating (grafico 3.1). Le emissioni annunciate di obbligazioni e notes di qualità non bancaria sono ammontate a \$19,8 miliardi, un volume pressoché equivalente a quello del primo trimestre. Particolarmente attivi sono stati i prenditori europei: tra il primo e il secondo trimestre la raccolta netta delle imprese britanniche è passata da \$0,7 a 2,7 miliardi e quella delle società dell'area dell'euro da \$2,4 a 5,3 miliardi. Per contro, sui mercati emergenti i collocamenti dei mutuatari a più basso rating – sia sovrani che privati – sono scesi da \$13,0 a 6,0 miliardi; in alcuni casi (cfr. oltre) la raccolta è rallentata a maggio e agli inizi del mese successivo di fronte alle incertezze circa la rapidità della stretta monetaria negli Stati Uniti, ma ha ripreso slancio nella seconda metà di giugno con l'attenuarsi dei timori di un brusco aumento dei tassi USA.

... dalle imprese di telecomunicazione ...

I collocamenti ad alto rendimento sono stati fortemente sospinti dall'intensa attività nel settore delle telecomunicazioni. La maggiore emissione high-yield del trimestre è stata quella decennale a tasso fisso per €1,3 miliardi lanciata in aprile dall'italiana SEAT Pagine Gialle. Ingenti prestiti sono stati collocati da varie imprese di televisione via cavo, incluse la statunitense Charter Communications (sul proprio mercato nazionale), la britannica NTL, le tedesche Tele-Columbus e Kabel Deutschland e la spagnola Cableuropa.

... e dalle società di private equity

Un'altra fonte rilevante di emissioni ad alto rendimento sono state le operazioni di finanziamento collegate con l'attività di private equity. In giugno la Blackstone Capital Partners ha emesso un titolo decennale per \$1,2 miliardi per finanziare il leveraged buy-out (LBO) di Celanese Corporation. Inmarsat, società britannica di telefonia satellitare, ha integrato per \$103 milioni una note a otto anni emessa in gennaio nel quadro del finanziamento del proprio LBO.



Gli emittenti privilegiano gli strumenti a tasso variabile

Le strutture a tasso variabile hanno costituito il 41% delle emissioni annunciate e il 49% di quelle nette di obbligazioni e notes nel secondo trimestre. Ciò è in linea con quanto già osservato in passato, ossia che in un contesto di tassi di interesse crescenti i mercati riservano una migliore accoglienza alle emissioni a tasso variabile. Ad esempio, questo tipo di strutture è balzato dal 17 al 29% della raccolta netta tra il 1993 e il 1994, e dal 27 al 33% tra il 1999 e il 2000.

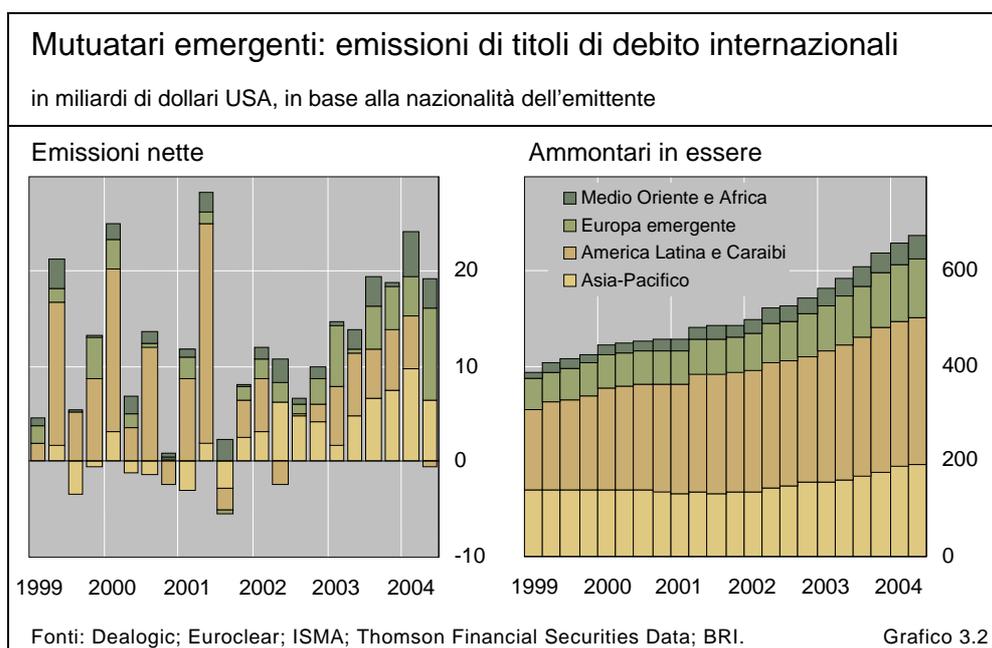
Come nei periodi precedenti, gli emittenti di gran lunga più dinamici nel comparto a tasso variabile sono state le istituzioni finanziarie. Tra di esse hanno spiccato le istituzioni USA, con nuovi annunci di obbligazioni e notes per \$59 miliardi, ma sono state attive anche quelle europee: le istituzioni di Regno Unito e Germania hanno annunciato nuovi collocamenti per \$46 e 42 miliardi rispettivamente.

Tuttavia, anche i mutuatari non finanziari hanno risposto alla domanda di strumenti a tasso variabile. I loro annunci di nuove emissioni di obbligazioni e notes di questo tipo sono saliti da \$9 miliardi nel primo trimestre a \$14 miliardi nel secondo. Pemex, la compagnia petrolifera messicana a partecipazione statale, ha annunciato agli inizi di giugno l'emissione di una note a sei anni per \$1,5 miliardi. Persino i governi, tradizionalmente più propensi all'indebitamento a tasso fisso, hanno accresciuto l'offerta di strumenti a tasso variabile nel trimestre sotto rassegna: Venezuela e Regno di Thailandia con emissioni di notes per \$1 miliardo ciascuno, e la Repubblica ellenica mediante un'obbligazione trentennale da €1 miliardo in maggio.

Rimane intensa l'attività di emissione dei mercati emergenti

Nonostante il turbolento andamento degli spread creditizi delle economie emergenti, la raccolta degli emittenti dell'area è proseguita a un ritmo sostenuto nel secondo trimestre (grafico 3.2). In linea con le tendenze più

La raccolta delle economie emergenti è robusta ...



generali del mercato internazionale dei titoli debitori, le loro emissioni nette sono scese da \$24 miliardi nel primo trimestre a \$19 miliardi nel secondo, rimanendo tuttavia al disopra della media trimestrale di \$17 miliardi del 2003. Sul totale, \$9,6 miliardi fanno capo all'Europa e \$6,5 miliardi all'Asia-Pacifico. I prenditori latino-americani, per converso, hanno ridotto il debito in essere di circa \$0,5 miliardi nel trimestre in esame, attraverso sia una contrazione delle nuove emissioni sia un aumento dei rimborsi.

... nonostante
l'ampliamento degli
spread

I dati positivi sull'occupazione USA diffusi agli inizi di maggio hanno provocato un ampliamento degli spread e un sostanziale calo delle nuove emissioni in maggio e nella prima metà di giugno. Ciò nonostante, alcuni mutuatari privilegiati hanno conservato l'accesso al mercato durante il periodo, come la Repubblica del Sudafrica, quotata BBB/Baa2, che alla fine di maggio ha emesso un'obbligazione globale decennale per \$1 miliardo.

Vivace attività di
emissione
nell'Europa
emergente ...

Nell'Europa emergente, ad emittenti internazionali tradizionalmente attivi come Polonia, Turchia e Russia sono andati ad aggiungersi Ungheria, Repubblica ceca e Slovacchia. Per alcuni di questi paesi l'attività di raccolta è stata spronata dall'adesione all'Unione europea il 1° maggio. La Slovacchia ha collocato un'euroobbligazione decennale per €1 miliardo in maggio e la Repubblica ceca una note di pari scadenza per un ammontare di €1,5 miliardi in giugno. Sempre in giugno la Turchia ha emesso un'obbligazione globale a tasso fisso per \$750 milioni; gli investitori sono stati incoraggiati dal calendario dei negoziati per l'adesione alla UE, dai progressi compiuti sulla questione cipriota e dal miglioramento del conto corrente. Considerando l'area geografica nel suo insieme, i principali emittenti sono stati i governi, con una raccolta netta di \$6 miliardi, ma sono stati attivi anche altri mutuatari, specie in Russia, nella Repubblica ceca e in Estonia. L'aumento dei prezzi dell'energia ha creato il contesto favorevole per il programma di notes trentennali per \$1,2 miliardi annunciato dalla russa Gaz Capital a fine aprile.

Verso la fine di giugno il governo tedesco ha annunciato l'emissione di titoli garantiti da una quota del debito bilaterale dovuto dalla Russia alla Germania. La transazione, perfezionata agli inizi di luglio, consisteva grosso modo di \$6 miliardi di notes in tranche a 3, 5 e 10 anni, le prime due denominate in euro e la terza in dollari. Sebbene inizialmente si temesse che il collocamento potesse destabilizzare il mercato russo dei titoli di Stato, l'ampliamento degli spread seguito all'annuncio è stato in realtà relativamente modesto rispetto ai recenti movimenti dei differenziali di interesse.

... e nell'Est
asiatico ...

Dei \$6,5 miliardi emessi su base netta dalle economie emergenti asiatiche nel secondo trimestre \$4,4 miliardi sono stati raccolti da soggetti privati, la cui significativa attività netta di emissione contraddistingue i mercati internazionali dei titoli di debito asiatici già dalla fine del 2001. Gli emittenti più attivi sono stati i residenti di Corea (con una raccolta netta di \$2,3 miliardi) e di Taiwan, Cina (\$2,1 miliardi), due paesi dove tanto le istituzioni finanziarie quanto il settore privato hanno svolto un'intensa attività di collocamento.

... ma non in
America latina

Gli annunci di nuove emissioni da parte di prenditori latino-americani sono scesi a \$9,7 miliardi, contro i \$12,1 miliardi del primo trimestre e una media trimestrale di \$14 miliardi nel 2003. Con un volume di rimborsi lievemente superiore ai livelli registrati di recente, le emissioni nette sono divenute

negative, scendendo a $-\$0,5$ miliardi, per la prima volta dal secondo trimestre 2002.

Al calo dei collocamenti netti complessivi della regione hanno contribuito le minori emissioni governative e i cospicui rimborsi netti delle imprese non finanziarie. Per quanto riguarda gli emittenti sovrani, la flessione è ascrivibile soprattutto al Brasile, che ha ridotto le consistenze di titoli in essere di $\$1,2$ miliardi nel secondo trimestre, dopo emissioni medie per $\$1,4$ miliardi su base netta nei quattro trimestri precedenti. Grazie alla forte crescita economica e alla buona posizione del conto corrente, le autorità brasiliane hanno scelto di rifinanziare con nuove emissioni (una nota a tasso variabile per $\$750$ milioni lanciata a fine giugno) solo una parte dei $\$2$ miliardi di un'euroobbligazione giunta a scadenza, rimborsando la quota restante con riserve valutarie. Tra gli altri emittenti sovrani dell'area, il Messico e il Venezuela hanno continuato a raccogliere sui mercati internazionali nel trimestre sotto rassegna (con nuove emissioni annunciate per $\$2,8$ e 1 miliardo rispettivamente). La flessione della raccolta netta privata latino-americana è dovuta in ampia misura ai rimborsi netti delle imprese messicane e brasiliane ($\$2$ e $1,1$ miliardi).