

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel secondo trimestre 2005 la domanda di titoli di debito internazionali è rimasta relativamente sostenuta nonostante le turbolenze nei mercati creditizi globali suscitate dagli eventi che hanno coinvolto i costruttori automobilistici statunitensi. Sebbene il ritmo delle emissioni lorde complessive di obbligazioni e *note* internazionali sia sceso lievemente, il calo è sostanzialmente in linea con i profili stagionali passati e, di fatto, l'attività di emissione è cresciuta del 27% rispetto al corrispondente periodo del 2004 (tabella 3.1). I collocamenti lordi di mutuatari giapponesi sono aumentati e quelli di soggetti dell'area dell'euro si sono mantenuti su livelli elevati. Su base netta, le emissioni mondiali di obbligazioni e *note* sono calate del 4%, pur rimanendo nella maggior parte dei casi superiori a quelle del secondo trimestre 2004 (tabella 3.2).

Dopo diversi trimestri di forte crescita, le emissioni ad alto rendimento delle economie sviluppate hanno subito una drastica flessione in aprile e maggio, riflettendo l'accresciuta incertezza che ha fatto seguito ai declassamenti di rating di General Motors e Ford, ma hanno segnato un deciso recupero in giugno. Per contro, la maggior parte dei mutuatari dei mercati emergenti non ha pressoché risentito delle turbolenze della scorsa primavera: i collocamenti lordi di tali emittenti sono ancora saliti, proseguendo la tendenza verso volumi record di raccolta osservabile dal 2003.

Rimangono sostenute le emissioni nell'area dell'euro

I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* internazionali in euro effettuati da soggetti dell'area sono aumentati dell'1,2%, a €418 miliardi, crescendo in realtà ben oltre quanto prevedibile sulla base dei profili stagionali passati: si stima infatti che nel secondo trimestre le emissioni lorde dell'area dell'euro diminuiscano in media di circa il 16% rispetto al primo trimestre (cfr. il riquadro a pagina 38). Se espressi in dollari USA, tuttavia, tali collocamenti risultano calati del 4,8% a causa del deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro.

Su base netta i collocamenti di obbligazioni e *note* nell'area dell'euro sono saliti del 2,6% nel secondo trimestre, portandosi a \$289 miliardi, pari al 61% della raccolta netta complessiva sul mercato internazionale nel periodo. Per il

Nell'area dell'euro aumentano le emissioni sia lorde ...

... sia nette, soprattutto a opera di mutuatari tedeschi

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	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Totale emissioni annunciate	2 885,2	3 300,7	768,7	726,1	822,8	1 074,9	975,7
Obbligazioni	1 610,8	1 786,5	402,5	378,2	435,4	593,9	532,1
<i>Note</i>	1 274,4	1 514,3	366,3	347,9	387,4	480,9	443,6
A tasso variabile	962,6	1 257,3	306,4	285,2	328,2	336,9	410,8
Ordinarie a tasso fisso	1 834,5	1 986,1	444,0	430,3	483,3	723,5	558,2
Collegate ad azioni ¹	88,1	57,4	18,3	10,5	11,2	14,5	6,6
Dollaro USA	1 171,8	1 154,4	257,3	255,5	284,4	313,6	299,1
Euro	1 287,8	1 597,8	379,0	350,2	389,8	570,1	530,4
Yen	102,7	111,4	33,8	22,4	25,9	30,5	27,0
Altre valute	322,9	437,1	98,7	98,0	122,6	160,8	119,2
Paesi sviluppati	2 620,5	3 010,3	694,7	655,8	752,6	952,0	883,9
Stati Uniti	739,9	771,9	167,8	169,7	184,7	215,2	176,5
Area dell'euro	1 302,5	1 469,8	358,2	306,1	363,1	531,2	505,6
Giappone	48,3	62,0	19,8	12,1	9,9	13,9	14,9
Centri offshore	32,0	41,3	7,0	13,9	13,5	11,7	12,7
Mercati emergenti	140,2	152,0	36,7	35,0	34,9	82,9	50,2
Istituzioni finanziarie	2 282,0	2 687,2	603,4	606,5	688,8	840,0	810,5
Private	1 913,3	2 276,5	515,4	500,4	592,8	696,7	674,1
Pubbliche	368,7	410,7	88,0	106,1	96,0	143,3	136,4
Imprese	268,2	271,3	72,1	62,3	75,0	58,3	55,5
Private	217,8	231,4	60,6	57,0	60,9	54,9	42,0
Pubbliche	50,4	39,9	11,5	5,3	14,0	3,4	13,5
Governi	242,6	245,2	62,9	35,9	37,3	148,3	80,7
Organizzazioni internazionali	92,5	97,1	30,3	21,3	21,8	28,3	28,9
Emissioni perfezionate	2 866,3	3 304,3	796,4	708,9	864,7	1 014,3	998,0
<i>Per memoria: rimborsi</i>	1 502,6	1 752,1	456,8	405,0	439,8	521,7	524,5

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con *warrant* azionario.

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

Tabella 3.1

secondo trimestre consecutivo sono aumentate le emissioni nette in Germania, di riflesso alle notizie positive sull'economia. La raccolta netta è altresì cresciuta in Spagna, mentre ha registrato un calo nei Paesi Bassi e in Francia. In quest'ultimo paese la flessione è riconducibile sia alle istituzioni finanziarie che al governo; le imprese non finanziarie hanno invece accresciuto le emissioni nette da -\$2,6 miliardi nel primo trimestre a \$4,7 miliardi nel secondo.

L'emissione maggiormente degna di nota del periodo è stata probabilmente quella obbligazionaria in dollari perfezionata dalla Repubblica federale di Germania il 1° giugno, che, con un valore nominale di \$5 miliardi, risulta una delle più grandi emissioni in dollari di un organismo sovrano o sovranazionale sul mercato internazionale. Il titolo quinquennale è stato collocato con uno spread di 12 punti base sul Treasury con scadenza maggio

Emissione in dollari record della Germania

2010, il che, considerati i tassi swap applicabili, ha probabilmente consentito di ridurre i costi di finanziamento rispetto a un prestito obbligazionario in euro.

Vivace l'attività di diversi altri mutuatari sovrani, compresa la Grecia

Le due emissioni più ingenti del periodo (pari ciascuna a €5 miliardi) sono state opera di mutuatari sovrani dell'area dell'euro, la Grecia e la Finlandia. L'emissione quinquennale della Repubblica ellenica, destinata soprattutto a non residenti, è stata perfezionata il 20 aprile con uno spread di 13 punti base sul Bobl (la *note* federale tedesca) con scadenza aprile 2010. Sebbene tale spread sia inferiore a quelli già applicati nelle negoziazioni di obbligazioni greche nel corso dell'anno, l'accoglienza da parte del mercato non è parsa entusiastica. Ciò può essere ascrivibile a diversi fattori, tra cui l'ingente volume di prestiti precedentemente lanciati dal governo durante l'anno, la relativa difficoltà incontrata nel collocare obbligazioni con scadenze a medio termine e la maggiore incertezza nei mercati finanziari dell'area dell'euro dopo l'esito negativo dei referendum sulla Costituzione europea in Francia e nei Paesi Bassi in primavera. Tra gli aspetti positivi vi è il fatto che l'obbligazione è andata a completare il programma di emissioni *benchmark* della Grecia per il 2005.

Altri ingenti collocamenti sovrani in euro sono stati quello di €4,5 miliardi della Repubblica d'Austria e quelli, pari a €4 miliardi ciascuno, della Caisse

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 giugno 2005
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale emissioni nette	1 363,7	1 552,2	339,6	303,9	424,9	492,5	473,5	13 392,2
A tasso variabile	384,2	637,3	161,3	129,7	193,9	99,9	236,8	3 714,5
Ordinarie a tasso fisso	958,6	921,1	170,6	176,8	235,4	397,1	242,1	9 338,8
Collegate ad azioni	20,9	-6,2	7,7	-2,7	-4,4	-4,5	-5,4	338,9
Paesi sviluppati	1 282,5	1 432,6	311,3	276,6	397,1	459,3	444,8	11 889,2
Stati Uniti	258,9	218,5	4,2	34,8	64,1	64,4	45,7	3 306,9
Area dell'euro	733,4	780,8	205,1	139,8	220,4	282,1	289,4	5 878,1
Giappone	-1,6	17,4	10,0	1,9	0,4	4,9	-0,6	270,0
Centri offshore	16,5	21,4	4,4	8,5	8,9	2,6	8,0	161,2
Mercati emergenti	42,3	75,3	15,1	13,0	21,6	28,7	15,2	816,8
Istituzioni finanziarie	1 105,1	1 302,5	275,0	277,0	365,5	392,2	419,7	9 930,3
Private	907,4	1 087,2	234,7	220,3	316,8	317,4	349,5	8 379,6
Pubbliche	197,7	215,2	40,3	56,7	48,7	74,8	70,2	1 550,7
Imprese	108,5	75,7	11,5	12,3	42,9	13,9	10,8	1 504,2
Private	90,1	55,9	5,9	12,6	34,8	21,9	3,4	1 271,1
Pubbliche	18,4	19,8	5,7	-0,3	8,1	-8,1	7,4	233,1
Governi	127,6	151,2	44,3	8,8	19,2	84,5	37,4	1 432,7
Organizzazioni internazionali	22,5	22,9	8,8	5,8	-2,7	2,0	5,5	524,9

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

Tabella 3.2

Stagionalità nelle emissioni internazionali di obbligazioni e *note*

Jeffery D. Amato e Jhuvesh Sobrun

I dati sui titoli di debito internazionali riportati nelle statistiche della BRI non sono depurati degli effetti stagionali. Per certi scopi, tuttavia, al fine di trarre migliori inferenze in merito a tendenze e cicli, può essere interessante conoscere se sia presente una forte componente stagionale. Ad esempio, allorché si analizza la variazione delle emissioni lorde su base trimestrale è utile sapere quanta parte di essa può essere ricondotta all'attività di finanziamento tipica di un periodo particolare dell'anno e quanta ad altri fattori. La stagionalità delle emissioni può derivare dall'esigenza di livellare i flussi monetari in presenza di squilibri sistematici di reddito-spesa nel corso dell'anno, ma anche le condizioni macroeconomiche possono dar luogo ad andamenti ciclici nell'attività di finanziamento.

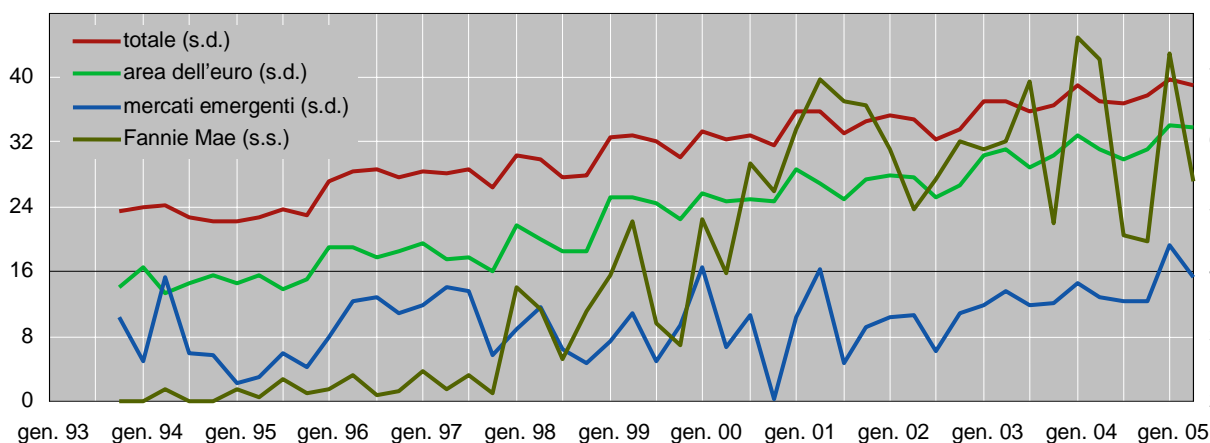
Questo riquadro fornisce la prima evidenza sul grado di stagionalità dei dati della BRI sulle emissioni internazionali di obbligazioni e *note*. Quattro sono le conclusioni cui si perviene: a) in generale, le emissioni lorde presentano un grado di stagionalità elevato; b) la raccolta tende a essere massima nel primo trimestre per poi calare progressivamente durante l'anno; c) in alcuni casi i profili stagionali sono mutati nel tempo; d) le emissioni nette presentano una minore stagionalità, a indicazione di un fattore stagionale di rifinanziamento nelle emissioni lorde.

Metodologia e risultati

L'analisi è stata condotta su un'ampia gamma di dati trimestrali BRI su base lorda e netta: emissioni totali; emissioni per regione economica, per settore, per valuta; emissioni di un gruppo selezionato di grandi emittenti sovrani e non. La banca dati della BRI contiene statistiche raccolte secondo una metodologia unificata risalente al quarto trimestre 1993 (o a periodi precedenti nel caso di alcune serie). Al fine di garantire coerenza e confrontabilità, tale trimestre è utilizzato come data di partenza per l'analisi. Nel grafico A sono rappresentate alcune serie temporali delle emissioni lorde, utilizzando una scala logaritmica per quelle serie che presentano una crescita esponenziale. Per gran parte del periodo campione le serie evidenziano regolarità di calendario. Ad esempio, le emissioni dell'area dell'euro sono in genere più elevate nella prima metà dell'anno, in particolare nel primo trimestre. Nell'analisi che segue sono fornite stime della significatività quantitativa di queste dinamiche.

Un metodo comune per la destagionalizzazione dei dati è la procedura X-12-ARIMA del Census Bureau statunitense, che viene utilizzata per correggere varie serie statistiche ufficiali, non solo negli Stati Uniti. Essenzialmente, la metodologia X-12 si avvale di medie mobili per stimare i fattori stagionali in una serie^①. Esistono procedure alternative, che peraltro in genere producono risultati analoghi^②.

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle *note* internazionali¹



¹ Le serie (originariamente in miliardi di dollari USA) sono espresse in logaritmi naturali, salvo quella relativa a Fannie Mae.

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

Grafico A

^① Per maggiori informazioni sulla metodologia X-12 cfr. *X-12-ARIMA Reference Manual, Final Version 0.2*, Washington, D.C., US Census Bureau, 2002. ^② Per una descrizione di altre procedure di destagionalizzazione e dei loro pregi cfr. B. Fischer, *Decomposition of time series – comparing different methods in theory and practice*, documento di lavoro di Eurostat, 1995.

Fattori stagionali nelle emissioni lorde e nette di obbligazioni e *note* internazionali¹

	Fattori stagionali medi								Test F di verifica della stagionalità ²	
	Emissioni lorde				Emissioni nette				Lorde	Nette
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.		
Totale	1,139	1,072	0,949	0,840	34,735	24,719	-23,557	-35,393	32,252*	10,717*
Per regione										
Area dell'euro	1,214	1,050	0,866	0,874	19,795	13,594	-18,400	-13,588	39,071*	14,373*
Mercati emergenti	1,060	1,298	0,860	0,772	1,762	3,240	-0,203	-5,022	7,087*	2,171
Stati Uniti	1,128	1 037	0,990	0,842	8,243	-4,203	2,966	-7,680	17,676*	2,352
Per settore										
Società non finanziarie	1,006	1,159	0,954	0,879	-2,483	5,739	-3,868	0,330	6,983*	4,449
Società finanziarie	1,151	1,029	0,963	0,857	21,697	10,410	-18,854	-13,421	29,076*	7,322*
Settore pubblico	1,328	1,241	0,798	0,636	14,793	3,141	-3,909	-13,336	13,100*	9,656*
Per emittente sovrano ³										
Francia	0,986	0,988	1,006	1,021	-0,019	-0,018	-0,018	0,052	35,997*	2,505
Germania	1,691	1,270	0,766	0,648	1,426	0,284	-0,532	-1,025	8,402*	8,143*

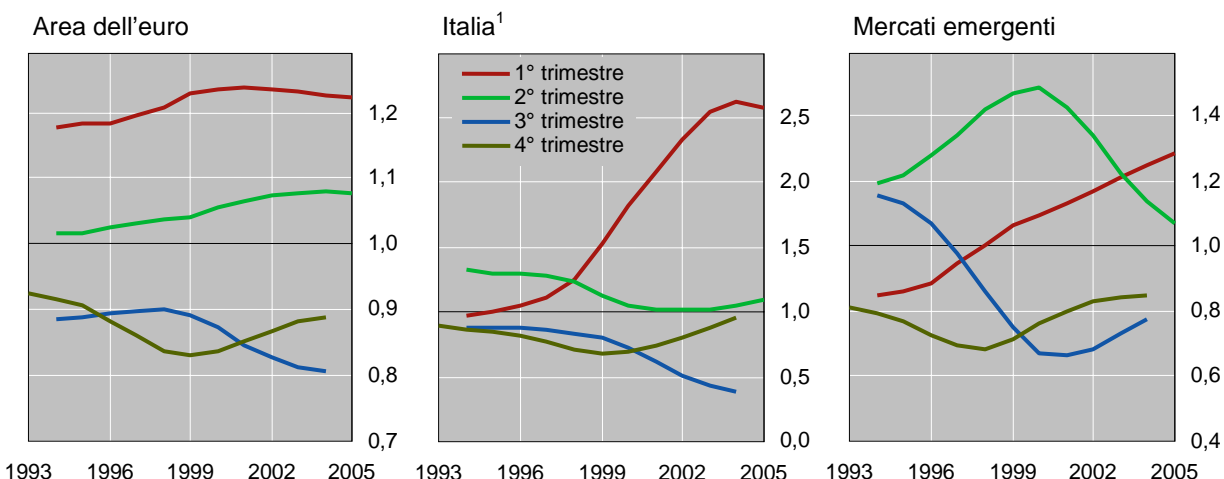
¹ Fattori moltiplicativi per le emissioni lorde e additivi (in miliardi di dollari USA) per le emissioni nette, se non diversamente specificato. Il periodo campione va dal 4° trimestre 1993 al 2° trimestre 2005. ² Il simbolo * indica significatività al livello di confidenza dello 0,1%. ³ Per le emissioni lorde, fattore additivo espresso come esponenziale del rapporto fra emissioni lorde stagionali ed emissioni lorde medie nel periodo campione, allo scopo di facilitare il confronto con i fattori moltiplicativi delle altre serie.

Nella tabella sono riportate alcune stime dei fattori stagionali medi (del campione) per ciascun trimestre[®], nonché i risultati dei test statistici per verificare la presenza di stagionalità. L'ipotesi nulla di "assenza di stagionalità" viene respinta ai livelli di significatività convenzionali per la maggior parte delle serie sulle emissioni lorde, il che induce a concludere che queste mostrano perlopiù una forte stagionalità[®]. Le emissioni totali presentano un chiaro andamento decrescente degli effetti stagionali dal primo al quarto trimestre dell'anno. Ad esempio, nostre stime indicano che le emissioni lorde sono generalmente superiori di circa il 14% circa alla media nel primo trimestre e inferiori del 16% alla media nel quarto trimestre. La stagionalità evidente nelle emissioni totali trova riflesso anche in molti sottoaggregati, in particolare quelli relativi ad area dell'euro e Stati Uniti. Analogamente, essendo le società finanziarie i principali emittenti di queste economie, anche in questo settore le emissioni risultano relativamente sostenute nel primo trimestre. L'effetto stagionale del primo trimestre è massimo nel caso delle emissioni lorde di soggetti sovrani delle economie sviluppate ed emergenti. Nel complesso, le emissioni di questo gruppo sono del 33% superiori alla media nei primi tre mesi dell'anno e calano decisamente con il procedere dell'anno. Al contrario, il gruppo costituito dall'insieme dei mutuatari dei mercati emergenti tende a effettuare maggiori emissioni internazionali nel secondo trimestre[®].

La natura della stagionalità è inoltre mutata nel tempo. Il grafico B riporta le serie temporali stimate dei fattori stagionali per le emissioni lorde in tre casi: area dell'euro, Italia e mercati emergenti. Mentre per l'area dell'euro nel suo insieme l'andamento stagionale delle emissioni lorde dal 1993 è piuttosto stabile, il Governo italiano, uno dei maggiori emittenti dell'area, ha notevolmente accresciuto le emissioni del primo trimestre intorno al 1999. Ciò è forse imputabile a un cambiamento della strategia di raccolta dell'Italia derivante dall'avvento dell'unione monetaria europea. In particolare, a partire dall'introduzione dell'euro si è agito di concerto per conseguire un maggior coordinamento nell'emissione di debito pubblico da parte dei governi dell'area. Diversamente da quanto osservato per questa regione, i profili stagionali delle

[®] Su richiesta sono disponibili i risultati per molte altre serie. Per le emissioni lorde sono stimati nella maggior parte dei casi fattori stagionali moltiplicativi (ossia il cui prodotto è uguale a 1), mentre per tutte le emissioni nette, che possono essere negative, sono stimati fattori additivi (la cui somma è uguale a 0). [®] Con la sola eccezione di sottocategorie relativamente esigue di emittenti. [®] Si riscontra anche una stagionalità delle emissioni disaggregate per valuta, grosso modo analoga a quella osservata per l'area economica della corrispondente valuta.

Variazione nel tempo dei fattori stagionali nelle emissioni lorde



¹ I fattori additivi sono espressi come esponenziale del rapporto fra emissioni lorde stagionali ed emissioni lorde medie nel periodo campione. Grafico B

emissioni sono variati in modo considerevole nel caso dei paesi dei mercati emergenti, che, va notato, sempre più hanno anticipato le emissioni alla prima parte dell'anno, in linea con la dinamica osservabile per l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

L'effetto della destagionalizzazione sui dati relativi alle emissioni lorde è osservabile nel grafico C, che riporta le variazioni percentuali sul trimestre precedente dei dati grezzi e di quelli corretti. Le due serie si muovono in stretta sintonia, ma è altresì evidente che la destagionalizzazione ha smussato molte delle brusche oscillazioni segnate dai dati grezzi.

Infine, la tabella riporta anche le stime medie dei fattori stagionali trimestrali per le emissioni nette. In complesso, si evidenzia una minore stagionalità che nel caso delle emissioni lorde. Ad esempio, se da un lato l'area dell'euro presenta la stessa forte componente stagionale riscontrata per le emissioni lorde (rilevabile anche per le emissioni del Governo tedesco), dall'altro le emissioni nette dei mutuatari degli Stati Uniti e dei mercati emergenti non mostrano stagionalità alcuna.

Interpretazioni e conclusioni

Quali sono i motivi all'origine delle dinamiche stagionali stimate per le emissioni lorde e nette? Primo, è probabile che l'attività del mercato risenta dell'impatto dei tradizionali periodi di vacanza. Agosto e dicembre sono generalmente mesi di calma sui mercati primari dal momento che molti operatori sono in ferie; spesso gli emittenti non cercano nemmeno di effettuare collocamenti in questi periodi.

Emissioni lorde su base destagionalizzata

variazioni trimestrali, in percentuale

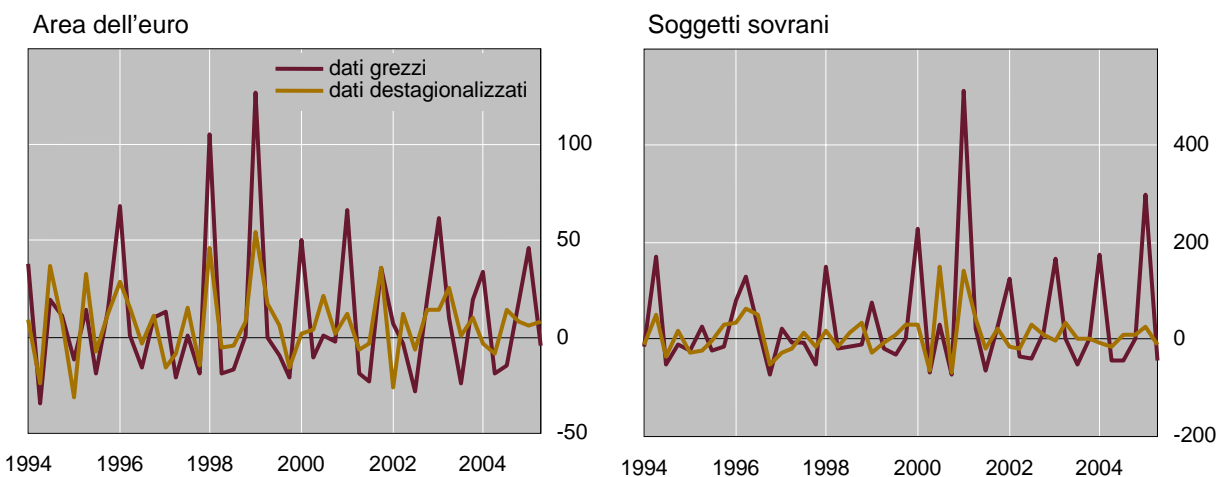
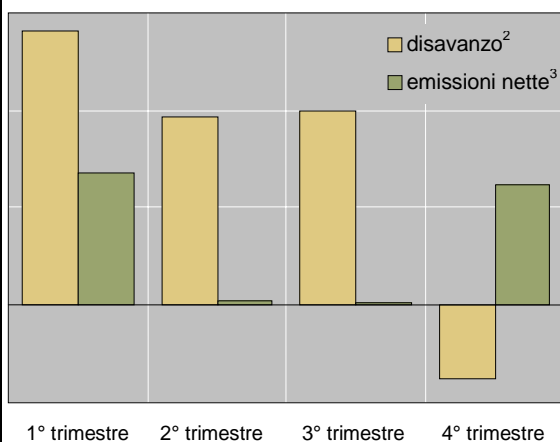


Grafico C

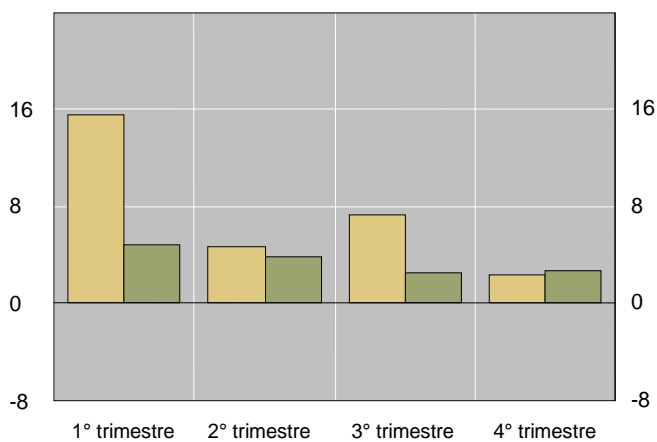
Disavanzo e raccolta del settore statale

in miliardi di dollari USA, per trimestre¹

Francia



Germania



¹ Media del periodo 4° trimestre 1993-2° trimestre 2005. ² Uscite meno entrate delle amministrazioni centrali. ³ Emissioni internazionali di obbligazioni e *note*; per la Francia gli importi sono stati decuplicati per agevolare il confronto con i dati sul disavanzo.

Fonti: FMI/IFS; elaborazioni BRI.

Grafico D

Secondo, è possibile che i tempi della raccolta debbano essere adeguati a una data dinamica dei flussi di cassa: per alcuni emittenti può accadere in maniera sistematica che gli introiti siano largamente superiori agli esborsi in determinati periodi e inferiori in altri. Ad esempio, in alcuni paesi la normativa fiscale fa sì che le entrate siano di gran lunga maggiori in certi mesi dell'anno. Il grafico D mostra come i disavanzi medi trimestrali delle amministrazioni centrali di Francia e Germania siano massimi nel primo trimestre e minimi nel quarto trimestre. Nella misura in cui il Tesoro ricorre al mercato internazionale per finanziare il deficit, è lecito attendersi che le emissioni nette siano generalmente più elevate nel primo trimestre e più basse nel quarto. Le risultanze relative alla Germania confermano in effetti questa ipotesi, mentre quelle per la Francia indicano semmai che l'attività netta di emissione è stata relativamente forte nell'ultimo trimestre. Di fatto però, le emissioni nette totali del Governo francese sul mercato internazionale hanno rappresentato una quota solo modesta del disavanzo medio annuo, a indicazione che l'Agence France Trésor attinge al mercato interno per coprire gran parte del suo fabbisogno netto. Questo esempio pone in evidenza un ostacolo che si presenta allorché si cerca di spiegare gli andamenti stagionali in funzione delle emissioni sul mercato internazionale, e cioè che per molti emittenti questo mercato costituisce soltanto una delle varie fonti potenziali di raccolta[®].

Terzo, a prescindere dal tipo di emittente, è possibile che gestori del debito avversi al rischio preferiscano anticipare la raccolta all'inizio dell'esercizio finanziario. È prassi corrente per molti emittenti quella di fissare *ex ante* obiettivi annui per l'emissione di strumenti negoziabili a lungo termine. Al fine di ridurre il rischio di non raggiungere l'obiettivo, i gestori cercheranno di effettuare una quota relativamente ampia delle emissioni annue programmate agli inizi dell'esercizio finanziario, anche quando il loro fabbisogno di fondi è uniformemente distribuito durante l'anno. Ciò potrebbe in particolare spiegare l'ampio fattore stagionale positivo riscontrato nel primo trimestre per molti emittenti sovrani, per i quali l'esercizio finanziario spesso coincide con l'anno civile.

Infine, le maggiori indicazioni di una stagionalità nelle emissioni lorde rispetto a quelle nette fa ritenere che le prime risentano di un effetto stagionale di rifinanziamento, dovuto al fatto che le passività giungono normalmente a scadenza in alcuni periodi dell'anno. Ad esempio, certi prenditori strutturano le emissioni in modo che le scadenze ricorrano solo a gennaio e luglio.

[®] Inoltre, la presente analisi è incentrata sui titoli a media e lunga scadenza (obbligazioni e *note*), ma potrebbero esservi forti effetti stagionali anche per quanto riguarda le emissioni di strumenti del mercato monetario.

d'amortissement de la dette sociale e della Kreditanstalt für Wiederaufbau. La maggiore emissione privata, un *asset-backed security* per €3,5 miliardi garantito da un portafoglio di attività pensionistiche, è stata perfezionata dalla società veicolo German Postal Pensions Securitisation Plc.

Ancora esitante la raccolta netta statunitense

Nel secondo trimestre 2005 i collocamenti lordi statunitensi sul mercato internazionale delle obbligazioni e delle *note* sono diminuiti del 18%, ma su base destagionalizzata risultavano cresciuti dell'8,4%. Gran parte (95%) dell'attività USA continua a essere riconducibile alle imprese finanziarie. Fannie Mae ha perfezionato diversi ingenti collocamenti (si veda oltre), così come Federal Home Loan Banks, Global Mtg Sec 2005-A e Wells Fargo.

Le emissioni nette di obbligazioni e *note* di prenditori statunitensi sono scese del 29%, a \$45,7 miliardi, un importo comunque ben superiore ai \$4,2 miliardi del secondo trimestre 2004. Se si considerano anche gli strumenti del mercato monetario, il calo è stato ancora maggiore, da \$72,2 a 49 miliardi (tabella 12A dell'Allegato statistico). La presenza di imprese non finanziarie USA sul mercato internazionale ha continuato a ridursi: le loro emissioni nette di titoli di debito di ogni tipo sono state pari a -\$3,9 miliardi nell'ultimo trimestre.

In una prospettiva di più lungo periodo, la presenza statunitense sul mercato internazionale dei titoli di debito in questi ultimi anni non è stata forte come in passato. Dopo l'ultima recessione molte imprese americane si sono impegnate a ridurre la leva finanziaria e risanare i bilanci. La flessione della raccolta netta nel molto più ampio mercato domestico ha trovato riscontro anche in quello internazionale. È altresì evidente, tuttavia, che le emissioni di imprese USA su quest'ultimo mercato non si sono ancora risollevate, sebbene il ciclo del credito possa già aver raggiunto un punto di svolta, come farebbe ritenere l'attività sul mercato nazionale (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi").

La situazione è inevitabilmente più eterogenea a livello di singoli mutuatari. Recentemente, ad esempio, le attività di raccolta dei due maggiori prenditori USA sul mercato internazionale, Fannie Mae e Freddie Mac, hanno seguito andamenti divergenti. Da un lato, Fannie Mae ha effettuato nel secondo trimestre diverse ingenti emissioni, ottenendo \$27,1 e 17,8 miliardi rispettivamente su base lorda e netta (grafico 3.1); dall'altro, le emissioni nette di Freddie Mac sono state negative (-\$6,1 miliardi). Entrambe le agenzie di emanazione governativa sono state oggetto di ristrutturazioni finanziarie in seguito alla scoperta di irregolarità contabili. Nonostante ciò, Fannie Mae continua ad attingere regolarmente ai mercati internazionali dei capitali.

Due altri grandi emittenti statunitensi nel mercato internazionale, General Motors e Ford, hanno parimenti incontrato difficoltà finanziarie, benché di natura diversa. Colpiti da utili inferiori alle previsioni e declassati dalle principali agenzie, nel secondo trimestre questi mutuatari non si sono rivolti al mercato internazionale dei titoli di debito. Di fatto, la loro presenza su tale mercato è in diminuzione dal 2002: la raccolta netta è stata spesso negativa, soprattutto nel caso di Ford (grafico 3.1).

Le imprese finanziarie USA annunciano diversi collocamenti obbligazionari ...

... ma la raccolta netta statunitense cala

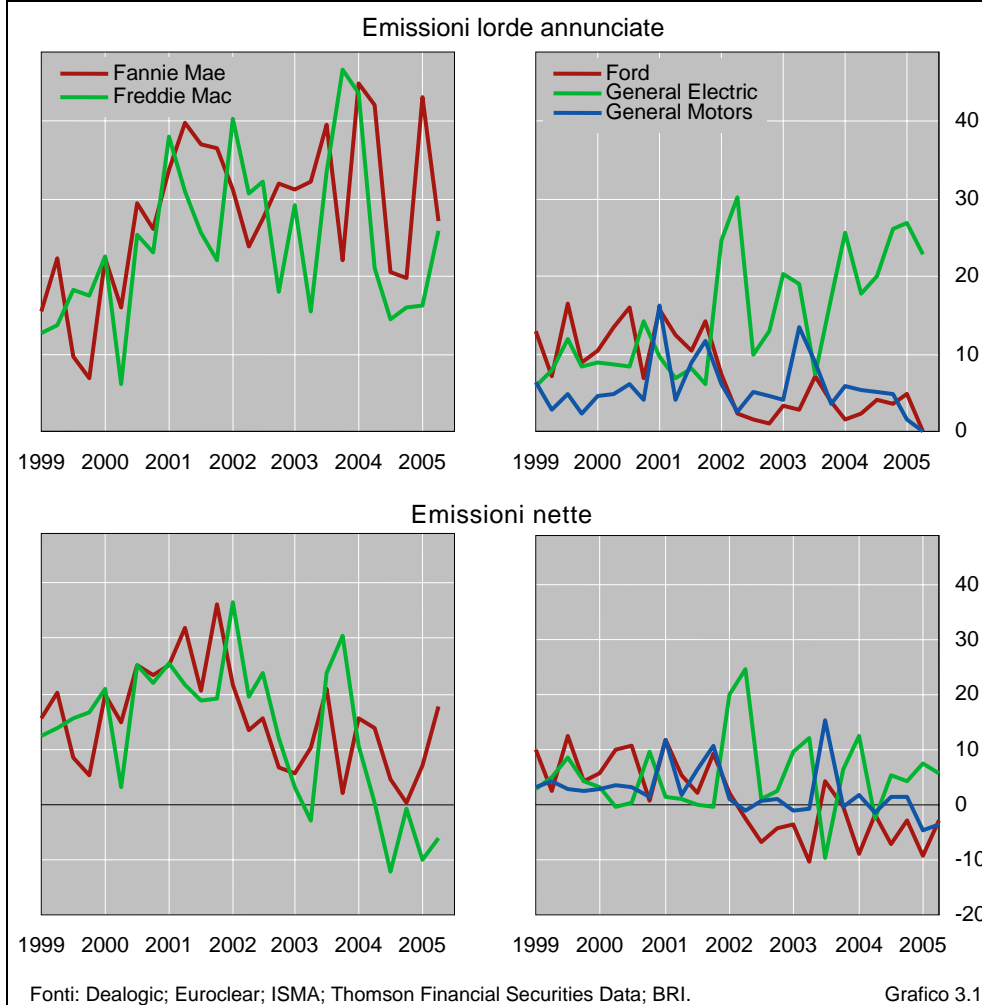
Si riduce l'attività dei mutuatari USA sul mercato internazionale ...

... di fronte all'andamento divergente della raccolta di Fannie Mae e Freddie Mac ...

... e al ridimensionamento del ruolo di General Motors e Ford

Emissioni di titoli di debito internazionali di alcuni mutuatari statunitensi selezionati

in miliardi di dollari USA



Quadro composito in Giappone

L'attività lorda di emissione dei soggetti giapponesi è vigorosa ...

Su base lorda, i collocamenti di obbligazioni e *note* di mutuatari giapponesi sono aumentati da \$13,9 a 14,9 miliardi nel secondo trimestre. In termini di yen l'incremento risulta ancora più elevato per il deprezzamento del 3,2% della moneta giapponese sul dollaro USA tra il 1° aprile e il 30 giugno. Alcuni dei più ingenti collocamenti nipponici sono stati perfezionati da soggetti operanti all'esterno del paese, come ad esempio CIT Group Canada, che ha emesso obbligazioni quinquennali e decennali in dollari con valore nominale di \$1 e 0,7 miliardi rispettivamente. Diverse società veicolo pubbliche hanno parimenti annunciato emissioni cospicue, come quelle, tutte assistite da garanzia pubblica, di Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises, Japan Bank for International Cooperation e Development Bank of Japan.

... ma quella netta cala

Nonostante la crescita della raccolta lorda, le emissioni nette di obbligazioni e *note* di soggetti nipponici sono diventate negative nel periodo in esame (-\$0,6 miliardi). I nuovi collocamenti netti, effettuati per la maggior parte

da imprese, sono stati più che controbilanciati dal marcato calo della raccolta netta delle istituzioni finanziarie.

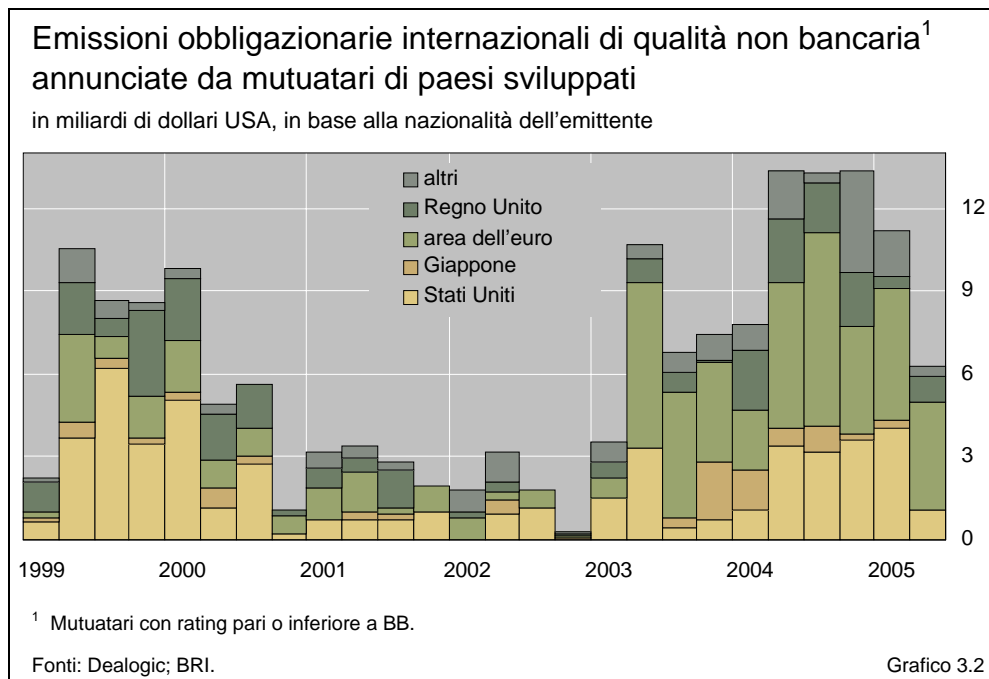
Il comparto ad alto rendimento risente delle turbolenze nel settore automobilistico

La raccolta degli emittenti *high-yield* nelle economie sviluppate si è contratta del 44% durante il trimestre, seppur dai livelli insolitamente alti degli ultimi due anni (grafico 3.2). In seguito alle turbolenze sui mercati creditizi in aprile e maggio le condizioni si sono deteriorate: sul mercato secondario gli spread applicati alle obbligazioni USA ad alto rendimento sono saliti repentinamente dai 355 punti base del 1° aprile ai 457 del 17 maggio, e quelli sulle obbligazioni europee hanno registrato un ampliamento ancora maggiore. Il forte aumento delle consistenze di titoli *high-yield* dovuto al declassamento di General Motors e Ford al di sotto della qualità bancaria ha generato notevole incertezza riguardo al volume di nuove emissioni speculative che poteva essere assorbito, in un clima di mercato improntato all'ansia e all'esitazione (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2005). Le condizioni sono tuttavia considerevolmente migliorate in giugno: a fine mese gli spread erano diminuiti a 385 punti base e nell'ultima parte del trimestre sono stati lanciati diversi nuovi prestiti.

I collocamenti ad alto rendimento sono frenati dalle turbolenze nel settore automobilistico

Nel secondo trimestre i collocamenti maggiori sono stati perfezionati soprattutto da soggetti dell'area dell'euro e del Regno Unito. Tra questi figurano le emissioni delle francesi Cap Gemini SA e FG4 SA, pari rispettivamente a €437 e 265 milioni, la prima quotata BB+ da Standard & Poor's, la seconda B1 da Moody's. I collocamenti più ingenti di soggetti USA sono stati di fatto effettuati da società operanti al di fuori degli Stati Uniti, come

I principali emittenti sul mercato internazionale dell'alto rendimento sono imprese europee



TFM SA de CV, una società di trasporto ferroviario attiva in Messico, che ha emesso un'obbligazione con valore facciale di \$460 milioni annunciata e perfezionata a metà aprile, prima dell'impennata degli spread sui titoli USA ad alto rendimento.

Una delle più ingenti emissioni di qualità non bancaria (escludendo i mercati emergenti) annunciate nel secondo trimestre mette in evidenza la crescente importanza del mercato degli indici di *credit default swap* (CDS)¹. Si tratta di un'obbligazione a tasso fisso per €500 milioni collocata dalla società veicolo iBond Securities plc e garantita da un portafoglio di 35 obbligazioni europee di emittenti non finanziari costruito in modo da replicare l'indice Dow Jones iTraxx Crossover. Il titolo, quotato B+ da Standard & Poor's all'emissione, pagherà una cedola semestrale del 6,25% e giungerà a scadenza il 20 giugno 2010, alla data di revisione dell'indice.

La raccolta dei paesi emergenti si mantiene su ritmi elevati

In forte aumento
le emissioni delle
economie
emergenti

Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* internazionali dei paesi emergenti sono nuovamente cresciute nel secondo trimestre, del 6% rispetto al primo trimestre 2005 e del 37% rispetto allo scorso anno². Questi dati sono sorprendenti per diversi motivi. Il primo, e il più ovvio, è che confermano la tendenza a segnare aumenti record che caratterizza la raccolta dei paesi emergenti sul mercato internazionale dei titoli di debito dagli inizi dello scorso anno (grafico 3.3). Il secondo è che l'incremento rispetto al trimestre precedente è avvenuto nonostante i cambiamenti osservabili nei fattori stagionali, per cui una parte crescente delle emissioni dei mercati emergenti avviene nel primo trimestre, mentre la raccolta del secondo trimestre è continuamente scesa dal 2000 (cfr. riquadro). Il terzo motivo è che, sebbene le prospettive macroeconomiche continuino a essere solide in molti paesi emergenti e favoriscano quindi in teoria un'ulteriore espansione del credito, l'esperienza del passato suggerisce che i mutuatari di tali mercati rischiavano di essere esposti a fluttuazioni negative potenzialmente rilevanti dell'umore degli investitori dovute alle turbolenze sui mercati creditizi statunitensi. La reazione del mercato si è rivelata però molto più contenuta di quella dei mercati *high-yield* statunitensi ed europei: fra il 1° e il 15 aprile gli spread sull'indice EMBI+ di JPMorgan Chase si sono ampliati da 392 a 414 punti base. Alla fine del trimestre i differenziali si erano ridotti al minimo storico (di allora) di 304 punti base. Infine, come mostra l'ulteriore aumento segnato nel secondo trimestre anche dalla raccolta netta³, le condizioni di finanziamento sono state chiaramente favorevoli in tutto

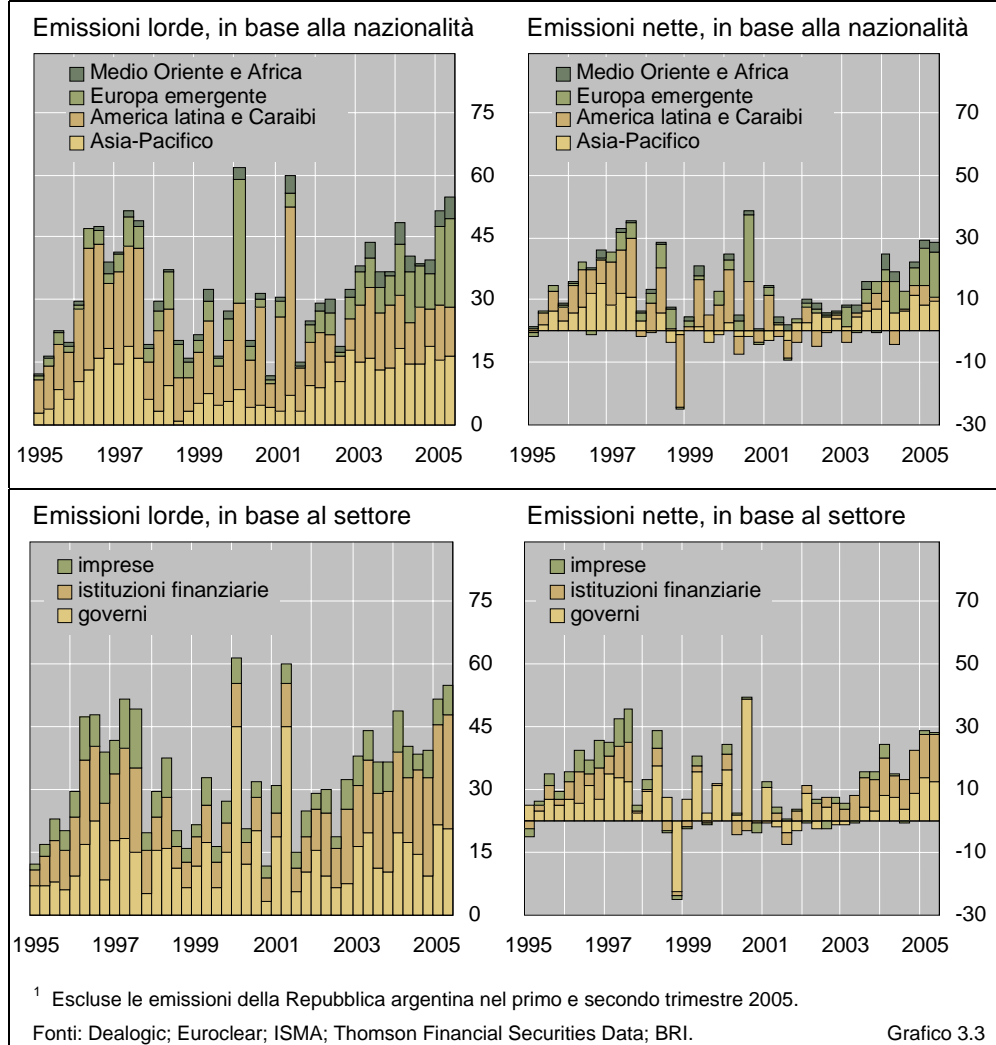
¹ Per ulteriori informazioni sugli sviluppi strutturali nel mercato dei CDS si rimanda al Capitolo VI della 75ª *Relazione annuale* BRI.

² I dati per il primo trimestre 2005 non comprendono le emissioni recentemente scambiate dalla Repubblica argentina, pari complessivamente a \$35,6 miliardi. Per ulteriori informazioni, cfr. *infra*.

³ I dati non tengono conto dei rimborsi (pari a \$48,6 miliardi) effettuati nel secondo trimestre 2005 dalla Repubblica argentina a completamento dell'offerta di concambio del debito.

Emissioni di titoli di debito internazionali di mutuatari dei mercati emergenti¹

in base alla nazionalità o al settore dell'emittente, in miliardi di dollari USA



il periodo sotto rassegna, poiché la domanda mondiale di debito dei mercati emergenti è rimasta sostenuta.

In generale, i soggetti sovrani sono stati i principali prenditori su tutti i mercati a eccezione di Medio Oriente e Africa. Nell'Europa emergente essi sono stati all'origine di ben il 53,6% dei collocamenti lordi di titoli di debito, complessivamente pari a \$21,1 miliardi. Dopo l'emissione record di €3 miliardi del primo trimestre, negli ultimi mesi la Repubblica di Polonia è stata particolarmente attiva, collocando diversi tipi di obbligazioni. Agli inizi di aprile ha perfezionato l'emissione di una *medium-term note* in euro con un valore facciale di €1,5 miliardi (\$1,89 miliardi). Il nuovo strumento presenta una scadenza a 15 anni ed è stato collocato con uno spread di 37,8 punti base sulle OAT con cedola 4,25% e scadenza aprile 2019. Quindi, a inizio giugno, la Polonia ha emesso un'obbligazione samurai con un valore nominale record (per un mutuatario della regione) di ¥75 miliardi (\$697 milioni). Successivamente, nel corso dello stesso mese, anche la Repubblica di Ungheria ha emesso due obbligazioni samurai per lo stesso ammontare complessivo. Infine,

La Polonia emette diversi tipi di strumenti

rispondendo alla recente domanda di titoli a lunga scadenza, soprattutto da parte di fondi pensione dell'area dell'euro, agli inizi di luglio la Repubblica di Polonia ha emesso un'obbligazione a 50 anni (per ulteriori informazioni sull'accresciuta domanda di obbligazioni a lunga durata finanziaria, si veda questo stesso capitolo nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2005).

Il governo filippino perfeziona un'emissione a 25 anni nonostante le tensioni politiche

Nel secondo trimestre sono state annunciate 175 emissioni da parte di mutuatari della regione Asia-Pacifico per un totale di \$16,3 miliardi. I prenditori sovrani asiatici che hanno lanciato i prestiti più ingenti sul mercato internazionale sono stati la Repubblica di Indonesia e la Repubblica delle Filippine. La prima ha collocato un'obbligazione decennale in dollari con valore facciale di \$1 miliardo. Più sorprendente è il fatto che la Repubblica delle Filippine sia stata in grado di perfezionare un'emissione di grandi dimensioni nonostante il protrarsi di tensioni politiche e il deterioramento dei conti pubblici del paese. In certa misura, le difficoltà del paese hanno avuto un riscontro nel mercato secondario. Ad esempio, dopo aver toccato un minimo di 385 punti base agli inizi di marzo, gli spread sul debito pubblico filippino si sono ampliati tra fine marzo e inizio aprile e successivamente hanno mostrato maggiore volatilità (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi"). Il titolo di Stato emesso il 16 maggio aveva una scadenza di 24,75 anni ed è stato collocato con uno spread di 510,5 punti base rispetto alla cedola del 5,375% corrisposta dall'obbligazione del Tesoro USA con scadenza febbraio 2031.

Nel periodo in esame la raccolta dei prenditori di Medio Oriente e Africa è cresciuta su base sia lorda che netta, ma la regione continua a rappresentare una quota molto più modesta del mercato internazionale dei titoli di debito rispetto alle altre tre dell'area emergente. Tra i principali mutuatari nel trimestre vi sono state imprese bancarie e finanziarie di Emirati Arabi Uniti e Kuwait.

I governi latinoamericani sono attivi sul mercato ...

A differenza dell'Europa emergente e della regione Asia-Pacifico, i collocamenti lordi dell'America latina sono diminuiti del 6,9%, a \$12,1 miliardi. Nondimeno, i Governi di Venezuela, Brasile e Messico hanno perfezionato emissioni obbligazionarie per importi considerevoli (\$1,6, 1,1 e 0,9 miliardi rispettivamente).

... e l'Argentina completa l'offerta di concambio del debito

Nel mercato internazionale dei titoli di debito il secondo trimestre potrebbe dimostrarsi di fondamentale importanza per l'America latina per almeno due ragioni. In primo luogo, come si vedrà più avanti, i prenditori latinoamericani hanno continuato a emettere obbligazioni internazionali in moneta locale. In secondo luogo, in giugno si è finalmente conclusa l'offerta di concambio del debito della Repubblica argentina, annunciata in febbraio, cui hanno aderito i creditori detentori di circa il 76% dei titoli. Una quota considerevole del debito da ristrutturare era stata collocata sul mercato internazionale, dove secondo i termini dell'offerta sono stati registrati anche tutti i \$35,6 miliardi delle nuove emissioni. Particolarmente significativo è il fatto che il 44% del debito di nuova emissione sia denominato in peso.

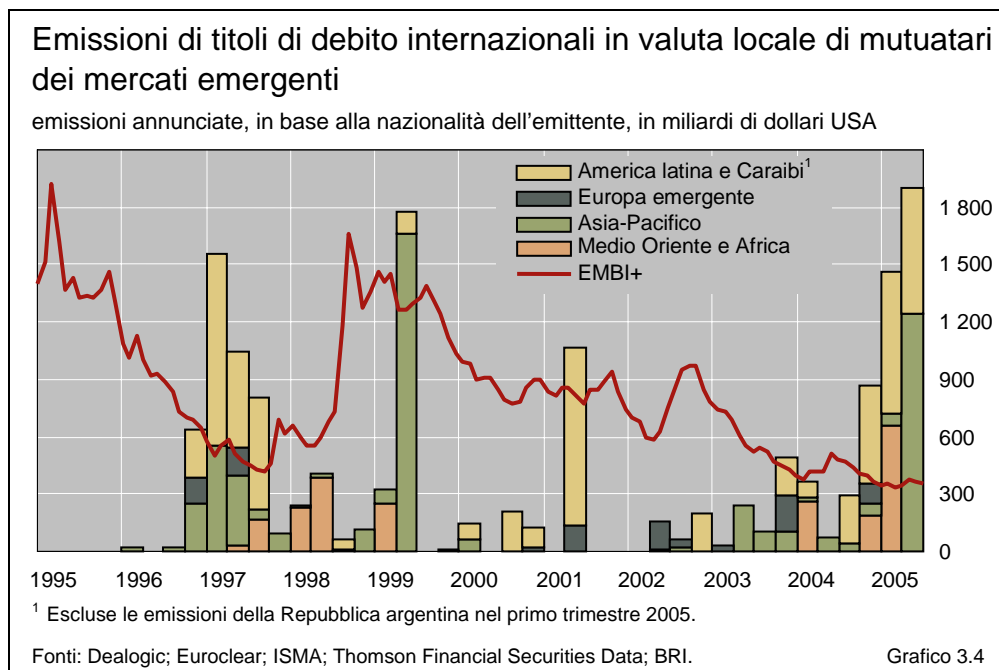
Aumenta l'interesse per le emissioni in moneta locale

Nel secondo trimestre è proseguita la tendenza al rialzo delle emissioni di titoli di debito internazionali in moneta locale da parte di soggetti dei mercati emergenti, cresciute su base lorda di circa il 30% in termini di dollari USA (grafico 3.4). In particolare, ciò si è verificato nonostante quelle che sembrerebbero condizioni globali sfavorevoli, poiché nel periodo si è osservato un aumento generalizzato dell'avversione al rischio dovuto alle difficoltà nel settore automobilistico USA. Inoltre, l'accresciuta disponibilità degli investitori ad assumersi il rischio connesso con il debito emergente in moneta locale ha coinciso con una marcata riduzione degli spread nei mercati emergenti, così come era avvenuto nel 1996-1997, altro periodo in cui le emissioni in valuta locale erano rimaste elevate per diversi trimestri (grafico 3.4).

L'America latina continua a guidare la crescita del segmento in moneta locale del mercato obbligazionario internazionale. Sia i prenditori sovrani (Uruguay, Colombia e Argentina) che quelli privati (in particolare le banche brasiliane) sono stati attivi in quest'area negli ultimi anni. Nel secondo trimestre le imprese brasiliane hanno collocato nel mercato internazionale diverse obbligazioni in valuta locale per un totale di \$660 milioni, fra cui le *medium-term note* di tre banche (Banco Bradesco SA, Banco Itau Europa SA e Unibanco-Uniao de Bancos Brasileiros SA) e un'obbligazione ordinaria quinquennale a tasso fisso di Eletricidade de São Paulo SA con valore facciale di 474,1 milioni di real (\$198,7 milioni). Inoltre, come già accennato, la ristrutturazione del debito della Repubblica argentina comprendeva una quota

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

... grazie all'attività di diverse banche brasiliane ...



Emissioni nette di obbligazioni e *note* internazionali per regione e per valuta¹

in miliardi di dollari USA

		2003	2004	2004			2005	
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Stati Uniti	Dollaro USA	203,5	131,2	-27,0	5,0	51,1	42,2	47,7
	Euro	41,4	48,4	20,2	14,7	7,4	13,7	-3,2
	Sterlina	11,8	22,5	5,4	10,6	4,7	5,1	1,6
	Yen	1,2	4,8	1,7	1,5	0,3	-1,1	-0,3
	Altre valute	1,0	11,7	3,9	3,0	0,5	4,5	-0,1
Area dell'euro	Dollaro USA	75,9	57,6	25,5	9,8	15,9	15,4	12,7
	Euro	627,6	655,6	157,0	115,4	195,3	236,3	262,1
	Sterlina	13,9	32,6	12,6	8,2	5,3	12,0	6,9
	Yen	-9,5	3,1	3,8	0,6	-3,0	5,0	0,2
	Altre valute	25,6	31,8	6,1	5,8	6,9	13,3	7,6
Altre regioni	Dollaro USA	140,1	183,5	50,4	39,2	46,3	37,4	30,2
	Euro	114,8	219,2	43,4	62,6	47,8	61,1	52,8
	Sterlina	59,5	79,2	19,1	8,2	29,0	31,5	25,1
	Yen	12,0	19,2	9,5	5,2	0,9	0,1	-6,4
	Altre valute	45,0	51,8	7,8	14,1	16,5	15,9	36,7
Totale	Dollaro USA	419,4	372,3	48,9	53,9	113,3	95,1	90,5
	Euro	783,7	923,2	220,7	192,8	250,5	311,1	311,7
	Sterlina	85,2	134,2	37,1	27,0	39,0	48,6	33,7
	Yen	3,7	27,2	15,0	7,3	-1,8	4,0	-6,5
	Altre valute	71,7	95,3	17,9	22,9	23,9	33,7	44,2

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

di obbligazioni internazionali in moneta locale per \$15,6 miliardi⁴. Ciò spiega la considerevole crescita della raccolta internazionale nelle monete esterne al G3 del secondo trimestre (tabella 3.3).

... e a un ingente collocamento in renminbi

Nonostante le varie emissioni di soggetti latinoamericani, nel periodo sotto rassegna sono stati i mutuatari della regione Asia-Pacifico a emettere la quota più cospicua di titoli di debito internazionali in moneta locale, pari a \$1 238 milioni. Benché elevato, tale importo risulta da due sole emissioni, di cui quella di gran lunga più ingente è stata la *note* a tasso variabile per 10 miliardi di renminbi (\$1 208 milioni) collocata all'estero mediante *private placement* da Agricultural Development Bank of China. L'altra obbligazione, denominata in won coreani, è stata emessa da SKC Inc., un'impresa di ingegneria appartenente alla società coreana SK Corp. e operativa negli Stati Uniti.

⁴ Tale quota è omessa nel grafico 3.3 in quanto farebbe apparire esigue tutte le altre emissioni in moneta locale dal 1995. Poiché il grafico illustra i collocamenti annunciati (e non quelli completati), le emissioni argentine sarebbero state incluse nel totale del primo trimestre 2005.

