

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

Una marcata flessione dei collocamenti netti dei mutuatari dell'area dell'euro è stata all'origine del calo della raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito nel terzo trimestre 2003. Sembrano avervi concorso in misura rilevante

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito								
in miliardi di dollari USA								
	2001	2002	2002		2003			Stock a fine sett. 2003
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale emissioni nette	1 346,6	1 009,6	179,4	182,2	355,3	347,4	298,6	10 710,7
Strumenti del mercato monetario <sup>1</sup>	-78,9	2,3	11,8	-10,0	55,4	3,7	-33,2	492,7
Commercial paper	26,9	23,7	19,3	-3,0	46,8	13,3	-25,5	347,2
Obbligazioni e notes <sup>1</sup>	1 425,4	1 007,3	167,6	192,2	300,0	343,7	331,8	10 217,9
A tasso variabile	390,8	198,9	25,3	39,6	-41,6	-28,0	-14,1	2 230,0
Ordinarie a tasso fisso	995,5	798,2	145,2	155,2	341,2	371,2	341,9	7 657,4
Collegate ad azioni	39,1	10,2	-2,9	-2,6	0,3	0,5	4,0	330,5
Paesi sviluppati	1 259,6	946,2	164,5	171,8	330,9	315,7	277,1	9 500,4
Stati Uniti	595,6	329,2	33,9	48,8	54,7	29,2	88,1	2 935,4
Area dell'euro	546,5	480,2	93,4	100,3	212,5	208,3	125,1	4 468,5
Giappone	-11,5	-22,4	-5,3	-10,2	-3,0	-1,8	-3,4	254,9
Centri offshore	28,1	8,3	-1,1	4,7	2,3	4,3	0,4	121,2
Paesi in via di sviluppo	42,6	34,2	6,9	8,7	13,0	12,0	19,4	601,1
Istituzioni finanziarie	1 039,4	835,5	151,7	168,7	273,8	247,2	255,6	7 769,0
Private	954,8	699,0	114,0	132,1	225,6	199,1	212,0	6 587,1
Pubbliche	84,6	136,5	37,8	36,6	48,2	48,1	43,7	1 181,9
Imprese	208,3	54,0	-0,1	2,1	15,9	32,0	19,0	1 394,8
Private	170,0	53,3	-1,6	-3,8	10,6	30,3	18,9	1 156,0
Pubbliche	38,3	0,7	1,5	5,9	5,2	1,7	0,1	238,7
Governi	82,6	99,2	18,6	14,5	56,5	52,9	22,3	1 058,9
Organizzazioni internazionali	16,3	20,9	9,1	-3,0	9,1	15,4	1,7	488,0
Per memoria: CP sull'interno <sup>2</sup>	-128,8	-104,4	8,7	23,4	11,9	-29,8	-38,3	1 835,1
di cui: USA	-144,7	-91,4	0,2	23,8	-15,7	-41,9	-22,3	1 290,2

<sup>1</sup> Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. <sup>2</sup> Per il terzo trimestre 2003, 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							
	2001	2002	2002		2003		
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale emissioni annunciate	2 305,3	2 100,6	434,9	490,4	757,9	755,9	681,0
Obbligazioni	1 348,8	1 165,2	210,1	266,2	435,3	424,7	370,9
Notes	956,5	935,5	224,8	224,3	322,6	331,2	310,1
A tasso variabile	642,9	603,2	144,1	157,0	123,3	126,6	132,3
Ordinarie a tasso fisso	1 590,2	1 454,7	285,9	325,2	616,6	612,7	522,6
Collegate ad azioni <sup>1</sup>	72,2	42,8	5,0	8,2	18,0	16,6	26,1
Dollaro USA	1 131,3	985,9	200,4	218,9	332,1	281,4	285,9
Euro	841,4	806,7	163,9	184,9	330,7	370,2	289,4
Yen	125,2	88,3	21,6	24,5	23,3	26,0	25,3
Altre valute	207,4	219,7	49,0	62,2	71,8	78,4	80,4
Istituzioni finanziarie	1 710,9	1 633,2	352,7	401,3	583,0	570,2	562,4
<i>Private</i>	1 471,6	1 361,3	291,6	320,7	488,5	467,0	473,1
<i>Pubbliche</i>	239,3	271,9	61,1	80,6	94,5	103,2	89,3
Imprese	348,4	210,2	34,0	40,2	54,7	77,7	64,4
<i>di cui: settore telecom</i>	135,6	45,9	7,8	10,1	23,5	6,6	7,0
<i>Private</i>	285,7	186,2	28,4	30,7	39,6	70,6	53,2
<i>Pubbliche</i>	62,7	24,1	5,6	9,5	15,1	7,1	11,2
Governi	171,2	172,9	28,3	31,1	81,6	79,4	38,9
Organizzazioni internazionali	74,8	84,3	20,0	17,9	38,7	28,6	15,3
Emissioni perfezionate	2 305,1	2 100,2	441,6	495,6	716,9	727,1	678,8
<i>Per memoria: rimborsi</i>	879,7	1 093,0	274,0	303,4	416,9	383,5	347,0

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

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

Tabella 3.2

le turbolente condizioni del mercato. L'attività di emissione è stata particolarmente debole in agosto, mese in cui i tassi d'interesse hanno mostrato un'accentuata volatilità. Il declino si è tuttavia rivelato transitorio: in settembre le emissioni sono nuovamente balzate, toccando il secondo tasso mensile di crescita mai registrato. Nondimeno, a causa del rallentamento di agosto, nel trimestre in esame i collocamenti netti hanno subito un calo aggregato del 14%, scendendo a \$299 miliardi (tabella 3.1), cui si è accompagnato quello delle emissioni lorde sui mercati delle obbligazioni e delle notes internazionali, ridottesi del 10%, a \$681 miliardi (tabella 3.2).

La flessione dei collocamenti di soggetti dell'area dell'euro è stata in parte compensata da un incremento della raccolta netta dei mutuatari di altre regioni. Sui mercati emergenti, ad esempio, le emissioni nette di titoli internazionali sono accelerate grazie a una serie di avanzamenti di rating. Dopo la "promozione" di luglio da parte di Standard & Poor's, Turchia e Venezuela hanno raccolto massicciamente sul mercato internazionale dei titoli debitori. In ottobre molti altri paesi emergenti hanno beneficiato di un "upgrade". Il debito sovrano della Russia è stato elevato da Moody's al rango della qualità

bancaria, un risultato ragguardevole per un prestatore che solo nel 1998 si era dichiarato inadempiente.

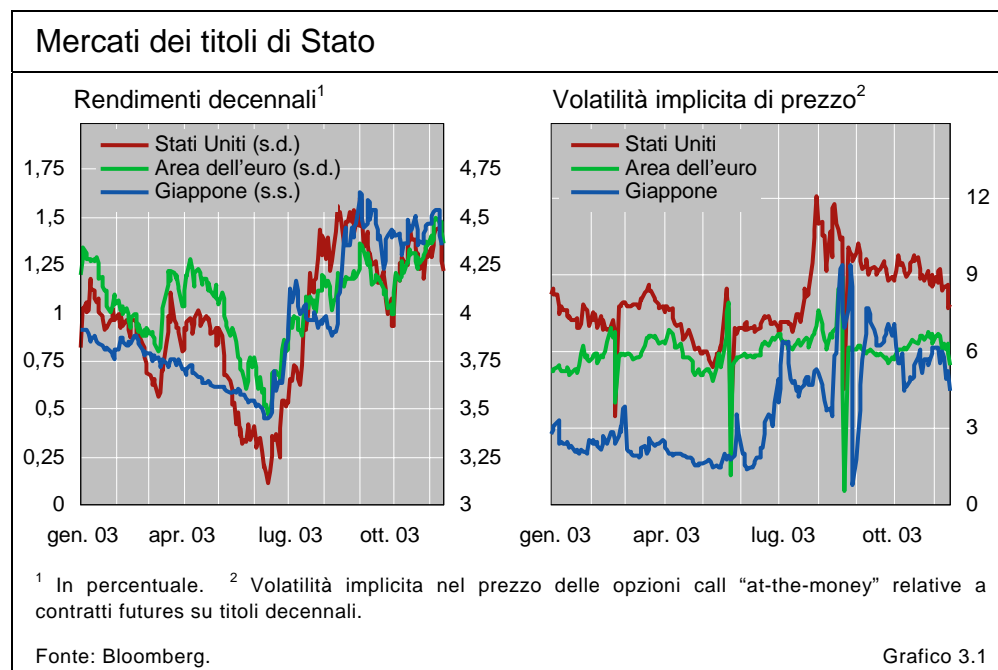
Anche le istituzioni finanziarie USA hanno incrementato i collocamenti netti nel terzo trimestre, sulla scia della marcata ripresa economica negli Stati Uniti. Ciò ha contribuito a innalzare le emissioni nette di titoli in dollari a \$138 miliardi, un livello pressoché equivalente a quello dei titoli in euro. Per la prima volta in due anni tali emissioni non sono state inferiori a quelle denominate nella valuta europea.

## L'ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali perturba l'attività di raccolta

L'ondata di vendite abbattutasi sui mercati obbligazionari mondiali a partire da metà giugno, la maggiore dal 1994<sup>1</sup>, ha influito sui programmi di emissione di titoli di debito internazionali. Nelle dieci settimane successive al suo inizio i rendimenti delle obbligazioni di Stato a lungo termine sono aumentati bruscamente nei principali mercati (grafico 3.1). Tuttavia, l'impatto sulle decisioni di finanziamento è stato in certa misura attenuato dal fatto che gli spread creditizi sono rimasti relativamente stabili e che prima della corsa alle vendite i tassi si attestavano intorno ai minimi storici. Se in un primo momento la volatilità dei tassi d'interesse nell'area dell'euro e negli Stati Uniti non è cresciuta significativamente, verso la fine di luglio essa ha registrato un aumento, come indica la volatilità prospettica implicita nelle opzioni sui futures su titoli di Stato. L'aumento è stato drastico nel caso degli Stati Uniti, dove la variabilità è rimasta elevata per tutto agosto, pur facendo registrare nell'ultima parte del mese valori notevolmente inferiori al picco di fine luglio. Nell'area dell'euro, per contro, a metà agosto essa era tornata a livelli più normali. In tale contesto le

L'accresciuta volatilità dei tassi d'interesse ad agosto ...

... coincide con un netto calo delle emissioni

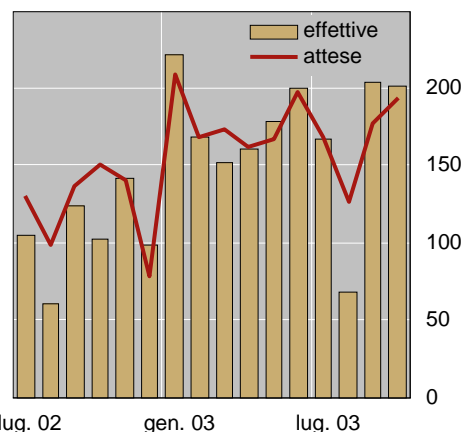


<sup>1</sup> Per un'analisi dettagliata, cfr. l'edizione della *Rassegna Trimestrale BRI* del settembre 2003.

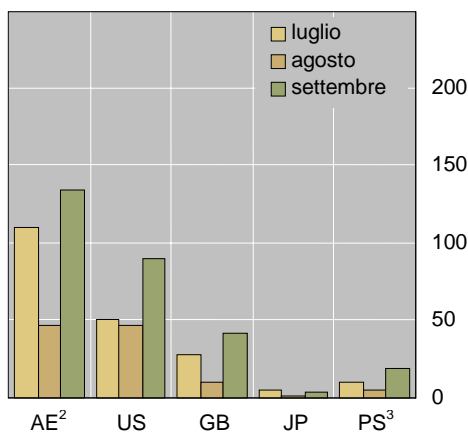
## Emissioni annunciate di obbligazioni e notes internazionali

in miliardi di dollari USA

Obbligazioni, emissioni effettive e attese<sup>1</sup>



3° trimestre 2003, in base alla nazionalità



<sup>1</sup> Calcolate in base alla dinamica stagionale delle variazioni percentuali mensili, nell'ipotesi che il logaritmo naturale delle emissioni lorde destagionalizzate segua un andamento imprevedibile nel breve termine ("random walk"). Insieme le obbligazioni con documentazione EMTN. <sup>2</sup> Area dell'euro. <sup>3</sup> Paesi sviluppati.

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

Grafico 3.2

emissioni annunciate di obbligazioni internazionali sono molto diminuite in agosto, a soli \$69 miliardi (grafico 3.2). Benché l'attività sia solitamente modesta in questo mese, i collocamenti sono stati comunque di gran lunga inferiori al livello prevedibile sulla base dell'andamento stagionale tipico del mercato.

Il calo si è tuttavia rivelato transitorio. In settembre e ottobre le emissioni totali annunciate di obbligazioni internazionali hanno segnato un forte recupero al decrescere della volatilità dei tassi d'interesse sui mercati dei titoli di Stato negli USA e nell'area dell'euro. Anzi, su base destagionalizzata i collocamenti di settembre hanno persino superato quelli di maggio, il mese immediatamente precedente l'inizio delle recenti turbolenze sui mercati obbligazionari. Non è da escludere che la sostenuta attività di settembre–ottobre sia in parte riconducibile al rinvio di alcune emissioni originariamente programmate per agosto, in attesa di un ritorno della volatilità su livelli più bassi.

La debolezza dell'attività di raccolta in agosto è stato un fenomeno generalizzato. Tra luglio e agosto le emissioni annunciate di obbligazioni e notes internazionali da parte di mutuatari di area dell'euro, Regno Unito e Giappone sono scese rispettivamente del 57, del 64 e del 78%. Nello stesso periodo sono rallentati anche gli annunci di prenditori USA, ma del 7% soltanto. Quest'ultima contrazione, relativamente contenuta, potrebbe tuttavia non rendere ragione delle ripercussioni prodotte sulla raccolta degli Stati Uniti dall'ondata di vendite nei mercati obbligazionari mondiali. Il brusco aumento in settembre delle emissioni annunciate di prenditori statunitensi, pressoché raddoppiate rispetto ai valori di luglio, induce a ritenere che la sostenuta crescita economica del paese abbia alimentato una maggiore domanda di finanziamenti da parte delle imprese nel corso del terzo trimestre. In agosto

Le emissioni tornano a crescere in settembre

l'attività di raccolta negli Stati Uniti è stata debole se rapportata a quella del mese successivo.

Una diffusa ripresa

In settembre si è assistito a un altro fenomeno su vasta scala: l'aumento delle emissioni lorde di obbligazioni e notes sui mercati internazionali, che ha interessato – oltre agli Stati Uniti – area dell'euro, Regno Unito e Giappone. Il relativo vigore dell'indebitamento USA ha concorso a sospingere i collocamenti netti complessivi dei residenti del paese a \$88 miliardi, tre volte l'ammontare raccolto nel secondo trimestre. A tale risultato hanno contribuito essenzialmente le istituzioni finanziarie statunitensi, le cui emissioni nette sono più che triplicate nel periodo in esame, raggiungendo quota \$75 miliardi. Per ciò che concerne i residenti dell'area dell'euro, invece, l'aumento di settembre non è riuscito a compensare il calo di agosto. Di conseguenza, le loro emissioni nette sono scese a \$125 miliardi, contro i \$208 miliardi del periodo precedente. In termini percentuali le flessioni maggiori hanno riguardato Germania (60%), Paesi Bassi (55%) e Francia (38%).

### Il maggiore indebitamento dei residenti USA favorisce le emissioni in dollari

Con lo spostamento della raccolta dai residenti dell'area dell'euro a quelli statunitensi si è prodotta una sostanziale modifica nella composizione per valuta dei finanziamenti netti. Mentre le emissioni di titoli internazionali denominati in euro sono scese del 40% su base netta, quelle in dollari sono aumentate

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e per valuta <sup>1</sup>								
in miliardi di dollari USA								
Area geografica/valuta		2001	2002	2002		2003		
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Nord America	Dollaro USA	522,0	297,0	35,0	48,2	38,0	25,9	71,5
	Euro	63,9	39,4	7,2	0,4	15,7	6,5	14,9
	Yen	18,8	-7,4	-1,5	-2,5	0,0	-1,8	-1,6
	Altre valute	10,4	12,1	-1,8	4,5	1,8	7,6	6,1
UE	Dollaro USA	46,7	68,5	4,2	16,6	39,7	30,7	43,1
	Euro	522,4	464,0	101,5	92,8	204,3	212,3	116,0
	Yen	-2,2	-26,2	-6,5	-2,7	-4,5	-3,2	-3,5
	Altre valute	70,5	86,1	26,7	13,9	28,8	27,2	18,4
Altre aree	Dollaro USA	82,4	53,7	6,2	8,1	19,5	19,3	23,5
	Euro	10,7	18,4	5,4	-0,1	6,5	13,2	8,5
	Yen	0,1	-10,1	-0,5	-3,7	-1,6	1,9	-1,8
	Altre valute	0,8	14,1	3,4	6,9	7,0	8,0	3,6
Totale	Dollaro USA	651,2	419,2	45,4	72,8	97,3	75,9	138,1
	Euro	597,1	521,9	114,2	93,1	226,5	232,0	139,4
	Yen	16,6	-43,7	-8,4	-8,9	-6,1	-3,2	-6,9
	Altre valute	81,7	112,3	28,3	25,2	37,6	42,7	28,0

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

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

Tabella 3.3

dell'82% tra il secondo e il terzo trimestre 2003 (tabella 3.3). In ciascuna delle due valute sono stati collocati nuovi prestiti per \$140 miliardi. Per la prima volta dal terzo trimestre 2001 i collocamenti in dollari USA non sono stati inferiori a quelli in euro, e ciò malgrado la brusca frenata dell'indebitamento in dollari da parte di non residenti USA in agosto, quando le emissioni nette in tale valuta sono diminuite del 39% rispetto al mese precedente.

I collocamenti in dollari raggiungono quelli in euro

Come accennato poc'anzi, l'incremento delle emissioni nette in dollari sembra nel complesso dovuto al maggior ricorso delle istituzioni finanziarie USA al capitale di prestito, ma potrebbero avervi concorso anche i movimenti del cambio e, in particolare, la pronunciata flessione nel valore del dollaro – soprattutto nei confronti dell'euro – osservata a partire dall'ottobre 2000. La percezione di un continuo deprezzamento della moneta statunitense potrebbe indurre i mutuatari che operano in valute diverse a privilegiare l'indebitamento in dollari. Inoltre, il calo del rendimento della Treasury note decennale tra l'ottobre 2000 e l'ottobre 2003, pari a circa 140 punti base, ha ridotto ulteriormente i costi dell'indebitamento in questa moneta. Dall'inizio del 2003, ossia poco più di due anni dopo il picco del dollaro sull'euro, i non residenti USA hanno mostrato una propensione sempre più spiccata a emettere titoli in dollari, anche se in agosto tali emissioni hanno segnato bruscamente il passo. La ripresa di settembre è intervenuta nonostante il netto ridimensionamento degli acquisti di titoli del Tesoro e di agenzie federali da parte di investitori esteri (cfr. riquadro). Nel trimestre in esame i collocamenti netti in dollari di residenti UE sono ammontati a \$43 miliardi, mentre altri mutuatari al di fuori di Stati Uniti e Canada hanno raccolto \$24 miliardi, otto dei quali imputabili alle numerose emissioni di piccolo e medio taglio lanciate da residenti australiani.

L'accresciuta preferenza dei prestatori non statunitensi per il dollaro ha contribuito a innalzare notevolmente le emissioni lorde di obbligazioni "yankee" nel terzo trimestre 2003. Secondo quanto segnalato da Dealogic, esse hanno raggiunto i \$12 miliardi, con un aumento del 24% rispetto al record di tre mesi prima. La netta impennata dei collocamenti di questo tipo da parte di soggetti UE, sudafricani e brasiliani ha più che compensato il calo di quelli di residenti canadesi.

## Gli "upgrade" imprimono slancio alla raccolta dei PVS

Fra il secondo e il terzo trimestre 2003 i prestatori dei paesi in via di sviluppo hanno fortemente aumentato la raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito. Le loro emissioni nette sono cresciute del 62%, a \$19,4 miliardi, il volume maggiore di nuovi prestiti dal secondo trimestre 2001, e ciò nonostante il saldo negativo dei capitali affluiti ai fondi comuni USA specializzati in questa tipologia di debito (grafico 3.3). L'aumento appare inoltre assai concentrato, essendo riconducibile per \$5,9 miliardi ai soli mutuatari russi e taiwanesi.

Analogamente all'area industriale, l'ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali ha temporaneamente destabilizzato anche la raccolta dei PVS, i cui annunci di obbligazioni e notes internazionali si sono bruscamente ridimensionati in agosto. L'attività è però ripresa nel mese di

## Flussi di titoli USA e flussi di titoli in dollari: due dinamiche a confronto

*Robert N. McCauley*

L'annuncio diramato dal Tesoro USA a metà novembre secondo cui gli acquisti internazionali di obbligazioni statunitensi erano fortemente calati nel mese di settembre ha scatenato una corsa alle vendite di dollari. Al netto delle stime dei rimborsi in linea capitale di titoli garantiti da attività ("asset-backed securities", ABS), in quel mese gli acquisti netti non ufficiali di obbligazioni statunitensi potrebbero essersi azzerati. Si è ritenuto che il crescente disavanzo corrente degli Stati Uniti, unito a una debole domanda ex ante di titoli USA, potesse causare un deprezzamento del dollaro (a meno di un'impennata nella domanda di azioni statunitensi).

Nel presente riquadro vengono distinti gli acquisti internazionali di obbligazioni USA da quelli di obbligazioni in dollari. I primi possono avere a oggetto titoli del Tesoro, di agenzie federali o di società USA, e come tali dovrebbero essere rilevati dal sistema di segnalazione Treasury International Capital (TIC) statunitense. I secondi invece, realizzabili anche sul mercato dell'eurodollaro, potrebbero sfuggire a tale rilevazione.

### Acquisti esteri di titoli USA ed emissioni di titoli in dollari da parte di non residenti USA

	Acquisti di obbligazioni USA da parte di investitori esteri								Emissioni di obbligazioni e notes internazionali in dollari da parte di non residenti USA			
	Tesoro		agenzie federali		settore privato		totale		totale		escl. obbligazioni yankee	
2003	totale	ufficiale	totale	ufficiale	totale	ufficiale	totale	ufficiale	lordo	netto	lordo	netto
Maggio	41,1	15,2	32,0	2,5	27,4	0,1	100,5	17,8	50,1	21,1	40,8	22,6
ex ABS <sup>1</sup>	41,1	15,2	26,0	...	24,9	...	92,0	...	...	...	...	...
Giugno	44,0	16,5	7,0	-2,6	22,8	0,7	73,8	14,6	55,3	26,4	47,7	19,5
ex ABS <sup>1</sup>	44,0	16,5	1,3	...	20,3	...	65,3	...	...	...	...	...
Luglio	44,7	12,3	11,8	-0,1	26,4	0,4	82,9	12,6	48,8	28,6	44,6	27,6
ex ABS <sup>1</sup>	44,7	12,3	5,4	...	23,8	...	73,9	...	...	...	...	...
Agosto	25,1	-1,0	8,9	0,4	16,9	0,4	50,9	-0,2	27,8	17,4	27,4	17,5
ex ABS <sup>1</sup>	25,1	-1,0	1,9	...	14,6	...	41,6	...	...	...	...	...
Settembre	5,6	8,1	-3,2	3,0	19,8	0,5	22,2	11,6	52,1	23,6	49,4	23,2
ex ABS <sup>1</sup>	5,6	8,1	-8,6	...	14,6	...	11,6	...	...	...	...	...

<sup>1</sup> Escluse le stime dei rimborsi di "asset-backed securities".

Fonti: Dipartimento del Tesoro USA; Federal Reserve Bank di New York; BRI.

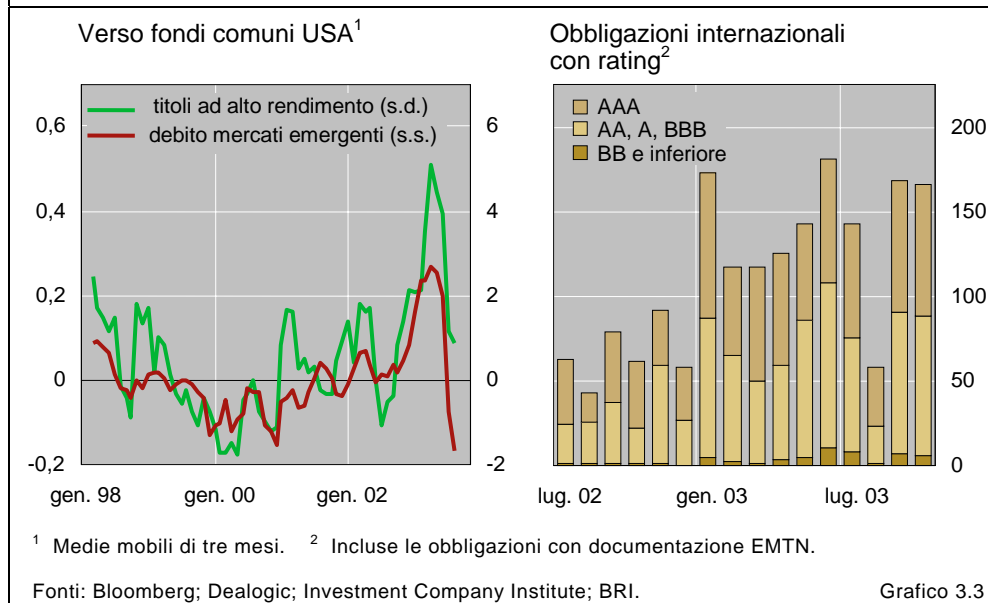
Di norma, gli acquisti internazionali di titoli di debito USA rappresentano un buon indicatore della domanda di obbligazioni in dollari da parte dei gestori internazionali di patrimoni. Da un lato, la stragrande maggioranza delle obbligazioni collocate da emittenti statunitensi è denominata in dollari; dall'altro, le disponibilità di titoli in questa valuta nei portafogli di non residenti USA sono per lo più costituite da obbligazioni statunitensi. Agli inizi del 2000, ad esempio, circa i tre quarti delle disponibilità ufficiali di obbligazioni in dollari USA erano investiti in obbligazioni statunitensi<sup>①</sup>.

Tuttavia, come illustrato in questa sezione, il mese di settembre non ha rappresentato la norma. L'ondata di vendite sui mercati obbligazionari ha provocato in agosto un calo delle emissioni internazionali di titoli in dollari, rientrato peraltro il mese successivo. La flessione dell'attività in agosto ha rispecchiato sia la naturale speranza dei tesorieri in una rapida inversione della fase di vendite, sia lo sconto offerto dagli underwriter per il lancio di prestiti in un contesto di volatilità dei mercati. I mutuatari hanno recuperato il terreno perduto in settembre, quando i collocamenti – e di conseguenza gli acquisti esteri – di obbligazioni internazionali in dollari sono stati cospicui. Ciò non conferma peraltro quanto si evince dai dati del Tesoro statunitense, secondo cui in settembre gli investitori esteri avrebbero perso interesse per le obbligazioni in dollari. Pur se gli acquisti internazionali di titoli in dollari emessi al di fuori degli USA non finanziano direttamente il disavanzo corrente del paese, essi stanno nondimeno a indicare che in tale periodo i gestori di portafogli internazionali hanno continuato a investire in titoli denominati nella moneta americana.

<sup>①</sup> Stimate come disponibilità identificate in titoli del Tesoro, di agenzie di emanazione governativa e di società USA, divise per la somma di tali disponibilità e di quelle non identificate in dollari (ossia, titoli in dollari emessi da mutuatari non residenti negli Stati Uniti). Cfr. R. McCauley e B. Fung, "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, tabella 1.

## Principali flussi finanziari

in miliardi di dollari USA



settembre, dove si è concentrata gran parte delle emissioni più ingenti lanciate nel trimestre da mutuatari dell'area, tra cui l'obbligazione settennale da €1 miliardo della Repubblica d'Ungheria.

I prestiti maggiori collocati da emittenti dell'area emergente nel trimestre in esame sono stati quelli dei governi di Venezuela e Turchia, due paesi che – dopo l'innalzamento di un grado, rispettivamente a B– e B, del proprio rating da parte di Standard & Poor's a fine luglio – hanno attinto in misura cospicua dal mercato internazionale dei titoli di debito. Il 24 settembre la Repubblica di Turchia ha raccolto \$1,25 miliardi tramite un'obbligazione decennale a tasso fisso con cedola del 9,5%, mentre il 7 agosto la Repubblica Bolivariana del Venezuela ha emesso un'obbligazione settennale a tasso fisso per nominali \$1,5 miliardi e cedola del 5,375%, i cui proventi sono stati utilizzati per estinguere obbligazioni Brady in essere. Anche in virtù di tali prestiti, nel terzo trimestre le emissioni nette di Turchia e Venezuela sono tornate su valori positivi, rispettivamente \$0,4 e 1,6 miliardi. Per il Venezuela, in particolare, si è trattato del primo saldo positivo dal quarto trimestre 2001.

Ingente raccolta per  
Turchia e Venezuela

Nel periodo sotto rassegna vi sono stati altri importanti "upgrade". In ottobre Standard & Poor's ha innalzato il rating in valuta di Malaysia, Thailandia e Indonesia rispettivamente ad A–, BBB e B. Nello stesso mese i rating esterni assegnati da Moody's a Hong Kong e Russia sono aumentati di due gradi, ad A1 e Baa3. Mai prima d'ora al debito sovrano russo era stato attribuito lo status della qualità bancaria. Poco dopo la rivalutazione, Sberbank (una cassa di risparmio russa di proprietà statale) ha raccolto \$1 miliardo tramite una note triennale a tasso variabile, quotata con uno spread di 196 punti base sul Libor.

Il debito russo con-  
quista lo status della  
qualità bancaria

Grazie al ritorno a una rapida crescita dell'economia, in ottobre è stato innalzato anche il rating della Repubblica popolare cinese, che ne ha approfittato per mutuare fondi sul mercato obbligazionario internazionale. Penalizzato nel periodo precedente dall'epidemia di SARS e dalle incertezze connesse con

la guerra in Iraq, il prodotto reale cinese nel terzo trimestre è cresciuto del 9% su base annua. A metà ottobre Moody's ha aumentato da A3 ad A2 il rating sovrano del paese, e il 29 di quel mese il governo di Pechino ha collocato un pacchetto da \$1,5 miliardi di obbligazioni internazionali sia in dollari che in euro, la prima emissione di questo tipo dal maggio 2001. La tranche in dollari – di durata decennale – è stata quotata con uno spread di appena 53 punti base al disopra del Treasury bond di pari scadenza, un differenziale pressoché equivalente a quello applicato al debito delle agenzie federali USA.

Calano le emissioni  
dei mutuatari latino-  
americani

In un contesto di ristagno della crescita economica, le emissioni nette di prenditori dei PVS latino-americani sono calate da \$5,3 a 4,1 miliardi nel terzo trimestre. L'aumento della raccolta dei mutuatari venezuelani è stato più che compensato dalla flessione di quella messicana e brasiliana. Nel caso del Brasile – il cui spread sovrano è cresciuto di circa 200 punti base fra la metà di giugno e i primi di agosto – le emissioni nette di residenti sono scese da \$5,1 a 3,6 miliardi; in seguito, tuttavia, le voci di un possibile innalzamento del rating sovrano del paese hanno compresso il differenziale. Il 22 ottobre, sulla scia di queste favorevoli condizioni di mercato, la Repubblica federale del Brasile ha aumentato del 50% l'emissione di notes settennali in dollari, inizialmente programmata per \$1 miliardo. Il prestito, pari pertanto a \$1,5 miliardi, è stato quotato con un rendimento a scadenza del 9,68%.

La raccolta del Messico sul mercato internazionale nel trimestre in esame è diminuita molto più bruscamente: le emissioni nette di residenti sono scese a -\$0,7 miliardi, contro i \$3 miliardi del periodo precedente. A ciò potrebbe aver contribuito il mancato propagarsi all'economia messicana dei ritmi di crescita del PIL segnati dagli Stati Uniti nel terzo trimestre.

Il Messico lancia  
un'obbligazione  
ventennale a tasso  
fisso in peso

Uno sviluppo di rilievo nell'indebitamento sovrano del Messico è il piano avviato dal governo per sostituire la raccolta interna a quella sull'estero. A fine ottobre esso si è rivolto con successo al mercato domestico per mutuare nuovi fondi grazie alla prima asta di obbligazioni ventennali a tasso fisso in peso allestita dal Ministero delle Finanze. L'emissione sul mercato interno di un prestito a tasso fisso con scadenza a vent'anni non aveva precedenti nella storia del Messico. Dopo l'asta l'esecutivo ha reso noto il suo intendimento di ridurre di \$500 milioni il debito estero per l'anno successivo continuando ad accrescere la quota del debito interno in portafoglio; ciò ha contribuito ad abbassare ai minimi storici gli spread di rendimento sui titoli di Stato in dollari.

## La volatilità rinvia le emissioni dei mutuatari a più basso rating

Dopo il calo di  
agosto ...

Le recenti turbolenze sui mercati obbligazionari si sono inoltre accompagnate a un calo dei collocamenti a più basso rating sui mercati internazionali. In agosto gli annunci di emissioni al di sotto della qualità bancaria sono diminuiti di \$7 miliardi rispetto a luglio, scendendo a \$0,8 miliardi, l'ammontare più basso dal dicembre 2002. La flessione ha rispecchiato in certa misura la minore raccolta di mutuatari dei PVS cui si è accennato poc'anzi: dopo avere emesso \$2,5 miliardi di obbligazioni ad alto rendimento in luglio, nel mese successivo essi non hanno effettuato nessun nuovo collocamento di questo tipo.

In settembre le emissioni ad alto rendimento hanno segnato una ripresa, parallelamente al generale recupero dell'attività, tornando su livelli analoghi a quelli di luglio (\$7,2 miliardi). I mutuatari dei PVS hanno collocato il 76% del totale. Nell'insieme del terzo trimestre sono state emesse obbligazioni internazionali di qualità non bancaria per \$15,6 miliardi, in lieve calo dai \$18,7 miliardi del periodo precedente. Fra le maggiori emissioni di residenti dei paesi industriali figurano tre obbligazioni quinquennali di Vivendi Universal (una in dollari USA per \$975 milioni e due in euro per €605 e 500 milioni), che risulta così di gran lunga il principale emittente di obbligazioni "high-yield" dell'area industriale nel trimestre sotto rassegna.

... in settembre tornano a salire le emissioni ad alto rendimento ...

Anche le obbligazioni di qualità bancaria hanno recuperato in settembre e ottobre. Dopo la contrazione del 58% (a \$57,2 miliardi) tra luglio e agosto, nei due mesi successivi le emissioni "investment grade" annunciate sono cresciute a circa \$160 miliardi, il 19% in più rispetto a luglio. Tra queste figurano due obbligazioni a tasso fisso in dollari USA di Ford Motor Credit, una quinquennale per \$1 miliardo e una decennale per \$2 miliardi. Si tratta delle prime emissioni con queste caratteristiche di tasso e valuta lanciate dalla società da più di un anno.

... nonché quelle di qualità bancaria

Il declassamento di DaimlerChrysler e le connesse turbolenze sul mercato secondario dei titoli automobilistici non sembrano avere influito in misura significativa sulla capacità di raccolta della società sul mercato internazionale. Il 21 ottobre Standard & Poor's ha abbassato il rating del suo debito a lunga da BBB+ a BBB, con outlook negativo. Come già discusso nel "Quadro generale degli sviluppi", ne è conseguita una fase di drastici aumenti degli spread applicati nel mercato secondario alle obbligazioni di imprese automobilistiche e alle loro affiliate finanziarie. Ciò nonostante, il 6 novembre DaimlerChrysler è riuscita a raccogliere \$2 miliardi sul mercato internazionale mediante un'emissione decennale a tasso fisso in dollari USA, con uno spread di 215 punti base sul Treasury di pari scadenza.

DaimlerChrysler non risente del declassamento

## Previsto un forte aumento dei rimborsi agli inizi del 2004

Il calo dei rimborsi alla scadenza di obbligazioni e notes internazionali nel terzo trimestre 2003 si è accompagnato a un rallentamento delle emissioni lorde. Dopo vari trimestri di crescita, tali rimborsi avevano registrato un massimo di \$396 miliardi nei primi tre mesi di quest'anno (grafico 3.4), per poi scendere nei due trimestri successivi fino a toccare i \$324 miliardi del periodo in esame. Al tempo stesso, le emissioni lorde di obbligazioni e notes internazionali sono diminuite del 10%, a \$681 miliardi, fra il primo e il terzo trimestre.

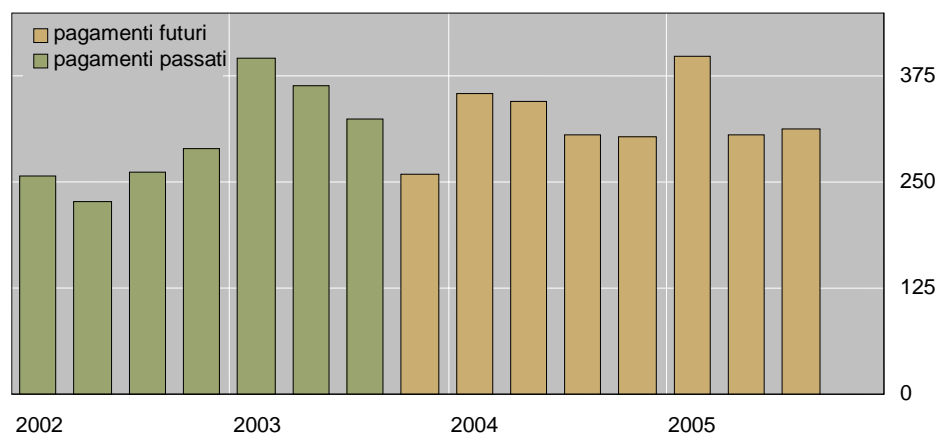
Calano i rimborsi programmati ...

Secondo le previsioni, i rimborsi programmati scenderanno ulteriormente nel quarto trimestre, per poi tornare a salire nel 2004 e toccare la punta massima agli inizi del 2005. Si calcola che essi aumenteranno a \$354 miliardi nel primo trimestre 2004, quando giungeranno a scadenza obbligazioni e notes del 2001 e 2002 per una cifra pari a circa la metà di tale importo. Nel primo trimestre 2005 i rimborsi dovrebbero continuare a crescere, fino a raggiungere un livello pressoché identico a quello del primo trimestre 2003, quando – dato

... ma per l'anno prossimo è previsto un forte aumento

## Rimborsi di obbligazioni e notes alla scadenza

in miliardi di dollari USA



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

Grafico 3.4

il calo dei rendimenti pubblici e degli spread creditizi – l'impennata dei rimborsi era stata finanziata con obbligazioni e notes a tasso fisso, più che con strumenti a tasso variabile. Per contro, è improbabile che agli inizi del 2004 il contesto si riveli altrettanto favorevole al rifinanziamento, a meno che i tassi d'interesse non scendano dagli attuali livelli.

Dopo essere rimasti sostanzialmente stabili a \$16,5 miliardi durante il periodo precedente, nel terzo trimestre i collocamenti lordi di obbligazioni convertibili sono balzati di quasi il 60%, a \$26,1 miliardi. Tale cifra comprende un prestito per €5 miliardi annunciato da Kreditanstalt für Wiederaufbau ai primi di luglio, che costituisce la più grande emissione convertibile di tutti i tempi. Queste obbligazioni presentano una caratteristica unica nel suo genere, ossia la possibilità di essere convertite in azioni Deutsche Telekom AG. Le richieste di sottoscrizione sono state evidentemente molto alte, se si considera che l'offerta iniziale di €4,5 miliardi nominali è stata poi incrementata dell'11%.

