

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* sul mercato internazionale dei titoli di debito sono ammontate a \$1 055 miliardi nel primo trimestre 2005, in crescita del 7,3% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (tabella 3.1). Sulla scia dei ritmi record di emissione del 2004, i mutuatari hanno continuato a beneficiare di un facile accesso ai mercati creditizi internazionali e di condizioni di finanziamento favorevoli, poiché gli spread sono rimasti a livelli storicamente bassi durante il trimestre, nonostante un incremento verso la fine di marzo. I collocamenti lordi di residenti e soggetti sovrani dell'area dell'euro sono stati particolarmente vigorosi. La raccolta globale è parimenti cresciuta su base netta, da \$426,1 a 492,4 miliardi (tabella 3.2). Le emissioni nette hanno segnato un aumento nell'area dell'euro e nei mercati emergenti, mentre sono calate negli Stati Uniti e nei centri offshore.

Nuovo aumento delle emissioni nell'area dell'euro

Le emissioni nell'area dell'euro crescono per il terzo trimestre consecutivo

I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* sul mercato internazionale da parte di mutuatari dell'area dell'euro sono cresciuti per il terzo trimestre consecutivo, del 48,8% sul periodo precedente. L'aumento ha interessato tutte le economie dell'area eccetto l'Irlanda e il Lussemburgo. Questa rapida espansione non è riconducibile a effetti stagionali o di cambio. L'attività lorda di emissione nell'area dell'euro tende a essere relativamente elevata nel primo trimestre, ma quest'anno l'aumento è stato particolarmente ingente (del 22% superiore a quello del primo trimestre 2004). Inoltre, dal momento che nel corso del primo trimestre l'euro ha perso il 4,8% nei confronti del dollaro, l'incremento dei collocamenti è dovuto alla più elevata raccolta in euro da parte dei residenti dell'area piuttosto che a una conversione valutaria. Le emissioni lorde totali di titoli di debito di tutte le tipologie (obbligazioni, *note* e strumenti del mercato monetario) sono parimenti aumentate, a \$814 miliardi.

Aumenta anche la raccolta netta, nonostante la debolezza dell'economia

Le emissioni di soggetti dell'area dell'euro sono aumentate a un ritmo sostenuto anche su base netta (+27,1% per obbligazioni e *note*, e +39% per l'insieme dei titoli di debito). Questi tassi di crescita possono sorprendere se si considera la perdurante debolezza dell'economia dell'area nel suo complesso. Tuttavia, la dinamica della raccolta nei diversi paesi è ampiamente in linea con l'andamento delle diverse economie nazionali nel primo trimestre. Ad esempio,

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle note internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2003	2004	2004				2005
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Totale emissioni annunciate	2 885,3	3 300,9	983,1	768,8	726,1	822,9	1 054,5
Obbligazioni	1 610,9	1 786,6	570,5	402,5	378,2	435,5	575,1
Note	1 274,4	1 514,3	412,7	366,4	347,9	387,4	479,5
A tasso variabile	962,7	1 257,3	337,4	306,4	285,2	328,2	346,9
Ordinarie a tasso fisso	1 834,5	1 986,2	628,3	444,1	430,3	483,4	693,6
Collegate ad azioni ¹	88,1	57,4	17,4	18,3	10,5	11,2	14,1
Dollaro USA	1 171,8	1 154,4	357,2	257,3	255,5	284,4	305,7
Euro	1 287,9	1 597,9	478,8	379,0	350,2	389,8	571,5
Yen	102,8	111,5	29,3	33,8	22,4	26,0	30,4
Altre valute	322,9	437,1	117,8	98,7	98,0	122,6	146,9
Paesi sviluppati	2 620,6	3 010,4	907,2	694,8	655,8	752,7	967,2
Stati Uniti	739,5	771,9	249,8	167,9	169,6	184,6	216,1
Area dell'euro	1 302,3	1 470,3	442,8	358,3	306,1	363,1	540,4
Giappone	48,3	62,1	20,3	19,8	12,1	10,0	13,6
Centri offshore	31,7	41,7	7,2	7,0	13,9	13,5	11,6
Mercati emergenti	140,5	151,7	45,1	36,7	35,0	34,9	46,3
Istituzioni finanziarie	2 280,4	2 687,3	788,5	603,5	606,5	688,9	854,5
Private	1 913,2	2 276,7	667,9	515,5	500,4	592,9	707,5
Pubbliche	367,1	410,7	120,6	88,0	106,1	96,0	147,0
Imprese	269,8	271,3	61,9	72,2	62,3	75,0	58,5
Private	217,7	231,4	52,8	60,6	57,0	60,9	55,1
Pubbliche	52,1	39,9	9,0	11,5	5,3	14,0	3,4
Governi	242,6	245,2	109,1	62,9	35,9	37,3	112,0
Organizzazioni internazionali	92,5	97,1	23,7	30,3	21,3	21,8	29,5
Emissioni perfezionate	2 866,5	3 304,5	934,4	796,5	708,9	864,8	1 009,5
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 478,1</i>	<i>1 744,5</i>	<i>449,6</i>	<i>453,1</i>	<i>403,0</i>	<i>438,7</i>	<i>517,1</i>

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con *warrant* azionario.

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

Tabella 3.1

i collocamenti netti sono aumentati soprattutto in Germania, ove si è registrata una forte crescita, mentre un rallentamento della stessa ha coinciso con un calo delle emissioni nette in Italia e Portogallo. Gli importi addizionali raccolti potrebbero inoltre essere stati utilizzati in alcuni casi per ristrutturare i bilanci, poiché nel corso del trimestre hanno cominciato a farsi più frequenti i provvedimenti a favore degli azionisti.

Nel periodo sotto rassegna la quota dei collocamenti netti in euro effettuati da soggetti di ogni nazionalità è salita dal 59 al 63% (tabella 3.3). Ciò riflette principalmente la crescita relativamente marcata dell'attività dei mutuatari dell'area dell'euro, sebbene ingenti emissioni in questa moneta siano state annunciate durante il trimestre anche da prenditori di paesi esterni all'area, quali ad esempio la Repubblica di Polonia (si veda oltre).

La quota delle emissioni nette globali in euro sale al 63%

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 marzo 2005
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale emissioni nette	1 388,4	1 560,1	484,7	343,3	305,9	426,1	492,4	13 380,1
A tasso variabile	384,3	639,5	152,4	163,5	129,7	193,9	99,5	3 646,3
Ordinarie a tasso fisso	983,2	926,6	339,2	172,2	178,8	236,5	397,3	9 377,5
Collegate ad azioni	20,9	-6,1	-6,8	7,7	-2,7	-4,3	-4,4	356,2
Paesi sviluppati	1 283,2	1 432,8	447,5	311,4	276,6	397,3	456,9	11 936,1
Stati Uniti	258,5	218,6	115,4	4,2	34,9	64,0	62,2	3 300,7
Area dell'euro	733,1	781,7	215,8	205,6	139,8	220,5	280,9	5 940,7
Giappone	-1,6	17,5	5,2	10,0	1,9	0,5	4,7	279,4
Centri offshore	16,3	22,2	0,4	4,4	8,5	8,9	2,5	154,5
Mercati emergenti	66,3	82,2	25,8	18,8	15,0	22,6	30,8	751,3
Istituzioni finanziarie	1 104,0	1 303,9	385,0	275,0	278,0	365,8	389,6	9 888,0
Private	908,0	1 088,1	315,4	235,3	220,3	317,1	315,7	8 345,8
Pubbliche	196,0	215,8	69,6	39,8	57,7	48,7	73,9	1 542,2
Imprese	110,3	74,7	8,9	11,6	11,3	42,9	14,3	1 559,6
Private	90,3	55,9	2,6	5,9	12,6	34,8	22,3	1 310,5
Pubbliche	20,0	18,8	6,3	5,7	-1,3	8,1	-8,1	249,1
Governi	151,5	158,7	79,9	47,9	10,8	20,1	86,3	1 394,3
Organizzazioni internazionali	22,6	22,9	11,0	8,8	5,8	-2,7	2,1	538,1

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

Tabella 3.2

In passato vi è stata di norma una relazione positiva tra la forza di una moneta e la sua quota sulle emissioni internazionali di titoli di debito (cfr. "Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali" nella presente *Rassegna*). Ad esempio, a parità delle altre condizioni, un apprezzamento del 10% dell'euro si è in genere accompagnato a un incremento di 0,9 punti percentuali dei collocamenti in tale moneta. Pertanto, se si considera che di recente il tasso di cambio effettivo dell'euro si è mantenuto su livelli alti rispetto alla media storica, l'aumento della raccolta nella moneta europea non dovrebbe forse sorprendere.

L'offerta alimenta la domanda di *duration*

Impennata della domanda di attività a più lunga scadenza

La domanda di titoli a lunga scadenza ha registrato un'impennata negli ultimi mesi. Ciò è in parte ascrivibile ai provvedimenti di vigilanza e di regolamentazione in alcuni paesi, che hanno imposto una maggiore corrispondenza tra la *duration* di attività e passività delle istituzioni finanziarie. I fondi pensione in particolare si sono mostrati propensi all'acquisto di titoli di debito a lunga scadenza. La maggiore domanda di strumenti di questo tipo riflette altresì, in certa misura, la ricerca di una redditività maggiore da parte di molti investitori

Emissioni nette di obbligazioni e note internazionali per regione e per valuta ¹								
in miliardi di dollari USA								
		2003	2004	2004				2005
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Stati Uniti	Dollaro USA	203,5	131,1	102,1	-27,0	4,9	51,1	41,0
	Euro	41,0	48,5	6,0	20,2	14,9	7,4	12,8
	Sterlina	11,8	22,5	1,7	5,4	10,6	4,7	5,2
	Yen	1,2	4,8	1,3	1,7	1,5	0,3	-1,2
	Altre valute	1,0	11,7	4,3	3,9	3,0	0,5	4,5
Area dell'euro	Dollaro USA	75,8	57,6	6,4	25,5	9,8	15,9	15,4
	Euro	627,6	656,5	188,2	157,5	115,4	195,3	235,2
	Sterlina	13,5	32,6	6,4	12,6	8,2	5,3	12,0
	Yen	-9,5	3,1	1,7	3,8	0,6	-3,0	5,0
	Altre valute	25,7	31,9	12,9	6,1	5,8	6,9	13,2
Altre aree	Dollaro USA	162,6	191,0	48,5	54,1	41,1	47,4	41,0
	Euro	116,7	218,5	65,1	43,0	62,6	47,8	62,1
	Sterlina	60,4	79,2	22,9	19,1	8,2	29,0	30,4
	Yen	12,1	19,3	3,6	9,5	5,2	1,0	0,0
	Altre valute	45,0	51,8	13,4	7,8	14,1	16,5	15,7
Totale	Dollaro USA	442,0	379,7	157,0	52,5	55,8	114,4	97,4
	Euro	785,2	923,5	259,4	220,8	192,9	250,5	310,1
	Sterlina	85,8	134,2	31,1	37,1	27,0	39,0	47,6
	Yen	3,7	27,3	6,6	15,0	7,3	-1,7	3,8
	Altre valute	71,7	95,4	30,7	17,9	22,9	23,9	33,4

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

davanti ai bassi rendimenti fruttati da numerosi titoli – soggetti o meno al rischio di credito – sulle scadenze brevi, nonostante la maggiore rischiosità delle scadenze molto lunghe. Nel corso del primo trimestre questa inedita domanda di *duration* ha complessivamente spinto i rendimenti a lungo termine su livelli prossimi o inferiori ai minimi storici. In conseguenza di ciò, alcuni mutuatari hanno approfittato delle favorevoli condizioni di prezzo per cominciare a emettere titoli a più lunga scadenza.

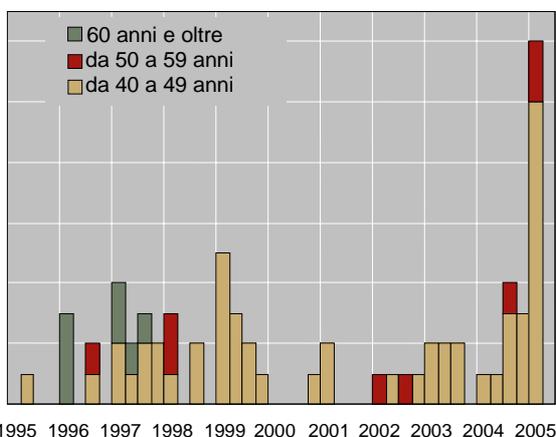
Le emissioni con scadenza pari o superiore a 40 anni lanciate sul mercato internazionale nel primo trimestre sono state in numero record, sebbene il loro valore nominale complessivo (in dollari USA) sia rimasto al disotto degli importi registrati alla fine del 1997 e agli inizi del 1998 (grafico 3.1). Molti di questi collocamenti sono stati perfezionati da soggetti dell'area dell'euro. Il più ingente è stato quello di Agence France Trésor, ente finanziario del governo francese. Le richieste di sottoscrizione, pari a €19,5 miliardi, sono state di gran lunga superiori ai €3 miliardi inizialmente previsti. Alla fine, il 28 febbraio sono stati collocati €6 miliardi (\$7,9 miliardi) di *note* cinquantennali a medio termine con uno spread di 3 punti base sopra il benchmark, le *obligations assimilables*

Numerose emissioni a lunga scadenza per i soggetti dell'area dell'euro ...

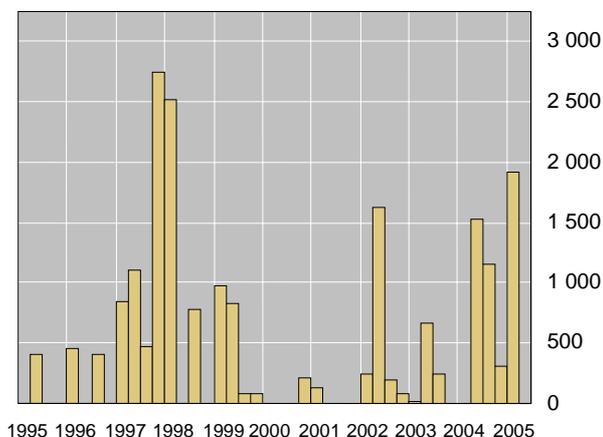
Obbligazioni internazionali a lunga scadenza

ordinarie a tasso fisso, con scadenza pari o superiore ai 40 anni¹

Numero di emissioni



Emissioni totali annunciate²



¹ Escluse le emissioni assistite da attività o garanzia collaterale. ² Per tutte le scadenze pari o superiori ai 40 anni, in milioni di dollari USA.

Fonti: Dealogic; BRI.

Grafico 3.1

du Trésor (OAT) trentennali. Di fatto, si è trattato in assoluto della singola emissione più ingente sul mercato internazionale dei titoli di debito durante il periodo sotto rassegna.

... inclusa Telecom Italia

Diversi altri prestiti obbligazionari di elevato ammontare e con scadenza superiore a 40 anni sono stati perfezionati nel corso del trimestre. Tra di essi spicca la *note* a medio termine a 45 anni emessa da Telecom Italia per un valore facciale di €850 milioni e quotata con uno spread di 106,4 punti base sulla OAT a 50 anni. Quest'emissione è degna di nota per due motivi. In primo luogo, le obbligazioni a lunga durata finanziaria emesse da grandi imprese in Europa o negli Stati Uniti sono state poche nell'ultimo decennio, e in precedenza tendevano ad avere dimensioni molto più ridotte. Le emissioni societarie a lunga scadenza hanno incontrato resistenza in passato, in parte a causa della scarsità di titoli di Stato a lungo termine per coprirsi dal connesso rischio di tasso di interesse. In secondo luogo, Telecom Italia ha un rating relativamente basso (Baa2 secondo Moody's) rispetto ai tipici emittenti di titoli a lunghissima scadenza. Giacché il rischio di credito a lungo termine può risultare particolarmente difficile da valutare nel caso di imprese di qualità creditizia media, il perfezionamento di quest'emissione è un'ulteriore prova dell'accresciuta propensione al rischio degli investitori nel primo trimestre.

Quadro composito per la raccolta negli Stati Uniti e in Giappone

Forte aumento della raccolta di istituzioni finanziarie USA, in calo quella di altre imprese

Nel primo trimestre 2005 la raccolta lorda di soggetti statunitensi sul mercato internazionale delle obbligazioni e delle *note* è aumentata rispetto al trimestre precedente, pur rimanendo al di sotto dei livelli del primo trimestre 2004. Circa il 138% della crescita è ascrivibile alle istituzioni finanziarie. Fannie Mae e Federal Home Loan Banks hanno continuato a figurare tra i principali emittenti USA, ognuna con diversi collocamenti di obbligazioni e *note* per un valore

nominale di oltre \$3 miliardi. Altre imprese finanziarie, quali Wells Fargo & Co e Goldman Sachs Group Inc, hanno parimenti perfezionato emissioni di elevato ammontare.

Su base netta i collocamenti di obbligazioni e *note* di mutuatari statunitensi sono diminuiti di \$1,8 miliardi. Tuttavia, un notevole incremento delle emissioni di strumenti del mercato monetario da parte delle istituzioni finanziarie USA ha comportato un aumento del 50% nei collocamenti netti dell'insieme dei titoli di debito internazionali rispetto al quarto trimestre 2004. Per converso, la raccolta netta delle imprese non finanziarie è scesa dell'81%.

Al pari di quelle dei soggetti USA, le emissioni lorde di obbligazioni e *note* di mutuatari giapponesi sono aumentate dal trimestre precedente (+36%), mentre hanno subito una flessione (-33%) rispetto al primo trimestre del 2004. Il totale dei collocamenti netti di questi strumenti nel periodo sotto rassegna, pari a \$4,7 miliardi, è stato solo di poco inferiore ai \$5,2 miliardi di un anno prima. In concomitanza con l'aumento della raccolta netta di prenditori nipponici, la quota di emissioni nette in yen è ridivenuta positiva, pur continuando a rappresentare una percentuale trascurabile (0,8%) dell'intero mercato internazionale di obbligazioni e *note*. L'incremento della raccolta lorda e netta non è imputabile a effetti di rivalutazione; lo yen si è infatti deprezzato del 4% nei confronti del dollaro tra il 1° gennaio e il 31 marzo di quest'anno.

Come già in precedenza, le banche e le società automobilistiche sono state tra i principali prenditori giapponesi sul mercato internazionale. In particolare, Resona Bank Ltd ha emesso un'obbligazione decennale da €1 miliardo. Si è trattato della prima emissione che la quinta più grande banca nipponica destina al mercato degli investitori in euro. Annunciando il collocamento a metà febbraio, l'emittente ha potuto beneficiare della perdurante forte domanda di titoli quotati BBB sul mercato dell'euro, e l'obbligazione è stata collocata con uno spread di 63 punti base sopra il tasso *mid-swap*.

La raccolta dei soggetti giapponesi rimane modesta

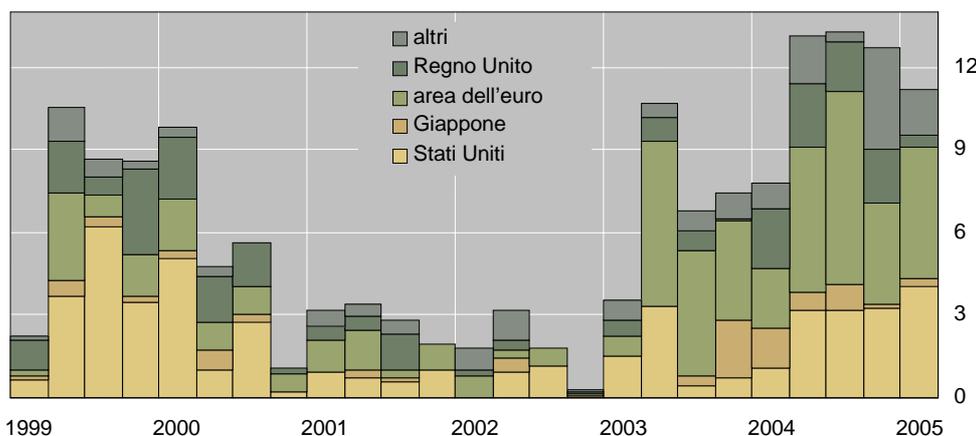
La forte propensione al rischio continua a sospingere le emissioni ad alto rendimento

La raccolta degli emittenti *high-yield* nelle economie sviluppate si è mantenuta su livelli elevati nel primo trimestre. Le condizioni di finanziamento sono rimaste favorevoli durante i mesi di gennaio e febbraio: gli spread sugli indici Merrill Lynch per le obbligazioni ad alto rendimento statunitensi ed europee sono scesi rispettivamente a soli 271 e 234 punti base. In marzo, a seguito dei diversi annunci negativi provenienti dal settore automobilistico e dell'aumento del rischio di declassamento di General Motors e Ford al disotto della qualità bancaria, gli spread si sono ampliati di circa 80-90 punti base, man mano che il clima sui mercati creditizi volgeva al peggio (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi"). Nonostante ciò, le emissioni lorde (a \$11,2 miliardi) hanno subito solo una leggera flessione rispetto ai tre trimestri precedenti, collocandosi peraltro al disopra dei livelli raggiunti in tutti i trimestri tra il 1999 e il 2003 (grafico 3.2).

Le condizioni rimangono favorevoli per i mutuatari high-yield

Obbligazioni internazionali di qualità "speculativa"¹ di mutuatari dei paesi sviluppati

emissioni annunciate, in miliardi di dollari USA; in base alla nazionalità dell'emittente



¹ Rating dell'emittente pari o inferiore a BB.

Fonti: Dealogic; BRI.

Grafico 3.2

Le emissioni più ingenti nel corso del trimestre sono state lanciate da imprese di vari settori, tra cui il minerario, quello della silvicoltura, delle telecomunicazioni, l'aerospaziale e il tessile. Geograficamente, i collocamenti di ammontare più elevato sono stati effettuati da soggetti dell'area dell'euro, per un totale di \$4,7 miliardi. Tra di essi vi sono state tre grandi emissioni di imprese francesi, due delle quali quotate CCC+ da Standard & Poor's: l'obbligazione per €600 milioni (\$795 milioni) di Ray Acquisition SCA, operante nel settore dell'elettronica, e quella quinquennale per €500 milioni (\$650 milioni) di Rhodia SA, società del settore chimico. Il collocamento più ingente da parte di un'impresa del Nord America è stato quello di Novelis Inc, società metallurgica statunitense situata in Canada, che ha lanciato a fine gennaio un'obbligazione per \$1,4 miliardi denominata in dollari USA e quotata B/B1. Il titolo presentava una scadenza decennale e uno spread di 309 punti base sui Treasuries a 10 anni.

Diversi prestiti ingenti collocati da imprese francesi

Balzo della raccolta dei mercati emergenti con l'aumento dei rating

Le emissioni lorde dei mercati emergenti raggiungono i livelli più alti dal 1997

Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* internazionali di mutuatari dei paesi emergenti sono aumentate del 32,7% rispetto al quarto trimestre 2004. Il volume della raccolta lorda risulta elevatissimo anche tenendo conto dei fattori stagionali, e la sua forte crescita è particolarmente sorprendente se si considera che nel 2004 le economie emergenti avevano raccolto importi record sul mercato internazionale. Evidentemente l'interesse degli investitori per i titoli dei mercati emergenti ha continuato a essere forte, sebbene l'insieme dei mercati creditizi abbia perso slancio verso la fine del trimestre. Il miglioramento generale dei fondamentali economici nei paesi emergenti, combinato con la bassa avversione al rischio tra gli investitori di quei mercati, ha fatto sì che gli spread sull'indice EMBI+ di JPMorgan Chase raggiungessero un minimo storico l'8 marzo. Inoltre, nonostante un ampliamento di 54 punti base durante

il resto del mese di marzo, alla fine del trimestre i differenziali erano ancora pressoché uguali ai livelli precedenti la crisi asiatica.

L'attività di emissione netta di obbligazioni e *note* da parte dei mercati emergenti è parimenti aumentata, del 36,3%, rispetto al trimestre precedente, facendo registrare un incremento anche su base annua. La crescita dei collocamenti netti è principalmente ascrivibile ai soggetti europei e, in misura minore, a quelli latinoamericani (grafico 3.3). Per contro, la raccolta netta ha subito una flessione in Asia. Inversamente a quanto accaduto nel trimestre precedente, le emissioni nette dei governi hanno superato quelle delle istituzioni finanziarie.

I principali prenditori asiatici sul mercato internazionale nel primo trimestre erano perlopiù coreani. È interessante notare come due prestiti siano stati lanciati in euro, e altre due grandi emissioni in dollari USA. L'evidenza aneddotica induce a ritenere che gli investitori in euro siano stati relativamente sottoponderati nel debito coreano rispetto agli investitori in dollari. La Korea Development Bank, quotata A- da Standard & Poor's e A3 da Moody's, ha emesso una *note* quinquennale a tasso variabile in euro, per un valore nominale di €500 milioni (\$655 milioni), collocata il 7 febbraio con uno spread di 30 punti base sull'Euribor a tre mesi. La Korea First Mortgage No 4 Plc ha parimenti emesso un *note* denominata in euro per €500 milioni, garantita da ipoteche residenziali.

La singola emissione più ingente dell'Asia è stata lanciata dalla Repubblica delle Filippine. Con il deterioramento del clima di mercato riguardo alla situazione fiscale del paese negli ultimi trimestri, il governo è stato meno attivo sul mercato internazionale. Prima di subire un declassamento di rating pari a due gradi da parte di Moody's in febbraio, esso è stato nondimeno in grado di perfezionare, il 2 febbraio, un'emissione per \$1,5 miliardi in dollari USA con scadenza a 25 anni.

I soggetti messicani e brasiliani sono stati i principali emittenti netti dell'America latina nel primo trimestre, raccogliendo \$3,6 e 2,6 miliardi rispettivamente. Inoltre, le imprese messicane sono state gli unici mutuatari non pubblici della regione a far registrare un'attività di emissione netta positiva. Come avvenuto in Asia, due dei più ingenti collocamenti sono stati effettuati in euro, uno da un ente sovrano e l'altro da una compagnia petrolifera pubblica. Il primo, emesso dalla Repubblica del Venezuela, era un'obbligazione decennale con valore nominale pari a €1 miliardo (\$1,33 miliardi) e cedola del 7%. Il secondo, emesso da Pemex Project Funding Master Trust (e garantito da Petroleos Mexicanos-PEMEX) era una *note* a medio termine, anch'essa con valore facciale di €1 miliardo (\$1,31 miliardi). Il governo del Brasile ha emesso due obbligazioni in dollari USA, una il 4 febbraio con valore nominale di \$1,25 miliardi e l'altra il 7 marzo per \$1 miliardo. Il 4 gennaio il governo messicano ha annunciato un'obbligazione decennale in dollari con uno spread di 145 punti base sui titoli del Tesoro USA di pari scadenza. Poco tempo dopo, il rating sovrano del paese è stato innalzato da due importanti agenzie, il 6 gennaio da Moody's (da Baa2 a Baa1) e il 31 gennaio da Standard & Poor's (da BBB- a BBB).

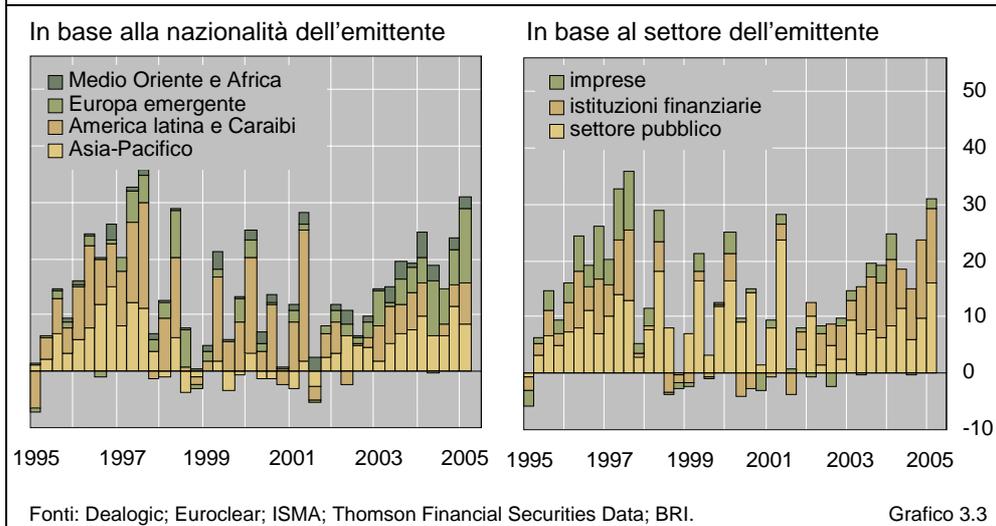
Emissioni nette sospinte dai mutuatari dell'Europa emergente

Numerose ingenti emissioni da parte di soggetti coreani

Attivi i governi di Venezuela, Messico e Brasile

Titoli di debito internazionali di mutuatari dei mercati emergenti

emissioni nette, in miliardi di dollari USA



La Polonia perfeziona un'emissione record da €3 miliardi

I principali emittenti dell'Europa emergente sono stati i governi di Polonia, Turchia e Ungheria. Il 18 gennaio la Repubblica di Polonia ha perfezionato una *note* a medio termine in euro con un valore facciale di €3 miliardi. Si tratta della singola obbligazione o *note* più ingente mai emessa dal governo polacco sul mercato internazionale (in passato, altri annunci di importo analogo consistevano di diverse tranche). Una delle ragioni che possono spiegare il lancio di un'emissione di tale ammontare è la volontà di soddisfare i criteri per la quotazione sul mercato Euro MTS, al quale i mutuatari polacchi potranno partecipare quando la Polonia avrà aderito all'euro. La Repubblica di Turchia e la Repubblica di Ungheria hanno emesso ognuna un'obbligazione in dollari USA, per \$2 e 1,5 miliardi rispettivamente. Entrambi questi governi hanno altresì annunciato emissioni denominate in euro ammontanti ciascuna a €1 miliardo.

Diversi prenditori sovrani beneficiano di innalzamenti del rating

Oltre ai cambiamenti di rating già menzionati, Argentina, Cile, India, Indonesia, Russia, Sudafrica, Turchia e Venezuela hanno tutti beneficiato nel primo trimestre di un *upgrade* da parte di almeno una delle grandi agenzie di rating, un ulteriore segnale del clima di investimento positivo incontrato da molti prenditori dei mercati emergenti. In particolare, il 31 gennaio il rating assegnato da Standard & Poor's al debito sovrano della Russia ha oltrepassato la soglia della qualità bancaria, passando da BB+ a BBB-. In passato, il superamento di questa soglia è in genere stato anticipato dai mercati creditizi (cfr. il riquadro a pag. 43). Nel caso della Russia, gli spread all'emissione sono repentinamente calati durante tutto il 2004, preannunciando il successivo innalzamento di rating da parte di Standard & Poor's.

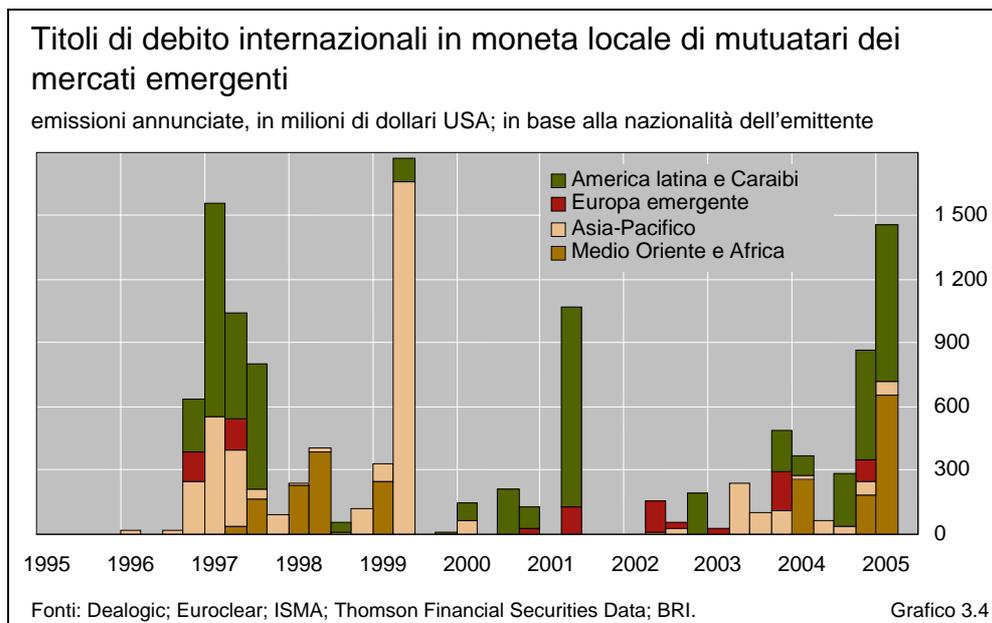
Crescono le emissioni dei mercati emergenti in moneta locale

Le emissioni internazionali effettuate da mutuatari dei paesi emergenti in moneta locale sono notevolmente aumentate durante il primo trimestre, raggiungendo il livello più alto (in dollari USA) dal secondo trimestre 1999 (grafico 3.4). Di fatto, i collocamenti in valuta locale erano in costante aumento dalla fine del 2003, data la sempre maggiore disponibilità degli investitori ad acquistare titoli meno tradizionali, di fronte al calo a livelli insolitamente bassi dei rendimenti sulla maggior parte dei titoli di Stato e delle obbligazioni societarie durante questo periodo.

I collocamenti in moneta locale sono cresciuti nelle regioni Asia-Pacifico, America latina, Medio Oriente e Africa. L'impennata di queste emissioni in Africa, passate a \$653 milioni dai \$186,7 milioni del trimestre precedente, è riconducibile a due mutuatari sudafricani: Aveng Ltd, una holding industriale, con un'obbligazione convertibile, e The Thekwini Fund 5 (Pty) Ltd con diverse tranche di titoli garantiti da ipoteche residenziali. In America latina, la Repubblica di Colombia ha collocato due obbligazioni in moneta locale, le cui cedole saranno pagate in dollari USA. Per contro, nel periodo sotto rassegna non vi sono state emissioni internazionali in valuta locale da parte di paesi dell'Europa emergente, sebbene gli investimenti di non residenti nei mercati obbligazionari nazionali siano stati considerevoli.

Nel complesso, la quota di emissioni in moneta locale collocate sul mercato internazionale da soggetti di paesi emergenti rimane ancora modesta. Resta da vedere se il recente incremento potrà rivelarsi duraturo, in particolare a fronte di un aumento dell'avversione al rischio tra gli investitori su scala mondiale.

Prosegue la tendenza al rialzo delle emissioni in moneta locale



Spread obbligazionari e anticipazione delle variazioni dei rating sovrani

Blaise Gadanecz

Sebbene diversi lavori abbiano analizzato come i differenziali di credito anticipino le variazioni future dei rating *societari*, molta meno attenzione è stata dedicata a questo tema per quanto riguarda il rating dei prenditori *sovrani* di mercati emergenti. In aggiunta, gran parte della letteratura in materia prende in esame gli spread sui mercati secondari, e non quelli sui mercati primari. In questo riquadro viene esaminata la relazione tra gli spread all'emissione delle obbligazioni di mutuatari sovrani emergenti e le variazioni successive dei rating loro attribuiti da Standard & Poor's. Viene mostrato come sia possibile stabilire empiricamente una relazione significativa, interpretata come la prova del fatto che gli spread obbligazionari anticipano le variazioni di rating degli emittenti sovrani dell'area emergente. Tale effetto è tuttavia riscontrabile solo allorché tali variazioni attraversano la soglia dell'*investment grade*.

Al fine di valutare la misura in cui le variazioni future dei rating di prenditori sovrani di mercati emergenti vengono incorporate nei corrispondenti differenziali, è stato adattato l'approccio utilizzato da Carey e Nini (2004) per i titoli societari^①. Si effettua una regressione dei singoli spread applicati alle emissioni lanciate sul mercato primario su alcuni fattori di prezzo ormai consolidati nella letteratura, nonché su variabili che riflettono eventuali variazioni di rating nell'anno successivo all'emissione. In virtù della rilevanza per gli investitori, è stata esplicitamente operata una distinzione tra le modifiche di rating che comportano un attraversamento della soglia della qualità bancaria (passaggio dallo *speculative* all'*investment grade* o viceversa) e le semplici variazioni che non comportano siffatto passaggio. Per tener conto dei due tipi di variazioni sono introdotte distinte variabili *dummy* nel lato destro dell'espressione. A causa della diversa reazione degli operatori riscontrata nei lavori precedenti^②, gli avanzamenti e i declassamenti sono considerati separatamente.

Spread obbligazionari sovrani all'emissione e successive variazioni di rating

Variabile dipendente: spread su obbligazioni sovrane (in punti base)	Impatto sullo spread		Numero di casi
	Coefficiente	(errore standard)	
Semplice avanzamento	26,1	(17,4)	136
Semplice declassamento	31,9*	(16,4)	148
Avanzamento da <i>high-yield</i> a <i>investment grade</i>	-141,9***	(32,0)	20
Declassamento da <i>investment grade</i> a <i>high-yield</i>	89,7**	(39,6)	25
Numero totale delle osservazioni			482
Indice R ² corretto		0,59	
Indice R ² corretto (escluse le variazioni di rating)		0,57	

Nota: le stime sono ottenute da una regressione OLS utilizzando i dati del periodo 1993-2003. I simboli ***, ** e * indicano livelli di significatività dell'1, del 5 e del 10% rispettivamente. In 153 casi non vi sono state variazioni di rating nell'anno successivo all'emissione. Oltre alle variabili *dummy* collegate alle modifiche dei rating sovrani successive all'emissione, nella regressione sono state incluse alcune variabili esplicative comunemente impiegate nella letteratura: taglio dell'emissione, scadenza, garanzie reali, garanzie personali, rischio di trasferimento valutario, indice EMBI degli spread sovrani, indicatori di solvibilità e di liquidità per il paese mutuatario all'epoca dell'emissione.

Questo schema di regressione permette di trarre alcune indicazioni riguardo all'anticipazione delle variazioni dei rating sovrani da parte degli spread all'emissione. Come emerge dalla tabella, un declassamento (avanzamento) intorno alla soglia dell'*investment grade* si associa sistematicamente a maggiori (minori) differenziali all'emissione (90-140 punti base). Ciò indica che gli investitori incorporano nel prezzo le informazioni sul merito di credito prima che avvenga la variazione di rating effettiva, richiedendo un compenso più alto (basso) in previsione di un maggiore (minore) rischio di insolvenza futuro^③. Per converso, le semplici modifiche di rating (che non comportano il passaggio dall'*investment* allo *speculative grade* o viceversa) non sembrano essere anticipate dai differenziali. L'importanza delle variazioni intorno alla soglia della qualità bancaria potrebbe derivare dalle connesse ripercussioni sull'idoneità del mutuatario a essere inserito in un indice o in una categoria di attività in cui gli investitori possono assumere posizioni.

^① "Is the corporate loan market globally integrated? A pricing puzzle", Board of Governors del Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper*, n. 813, agosto. ^② Cfr., ad esempio, M. Micu, E.M. Remolona e P.D. Wooldridge, "L'impatto degli annunci di rating sui prezzi: evidenze dal mercato dei credit default swap", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2004, pagg. 57-67. ^③ Naturalmente, i risultati potrebbero altresì rispecchiare gli annunci di variazioni di rating effettuati da altre agenzie (ad esempio Moody's) in prossimità del lancio dell'emissione, ovvero variazioni dell'*outlook* a opera di una qualunque agenzia. Queste possibilità non vengono tuttavia esaminate.

