

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Con il quarto trimestre 2004 si è concluso un anno eccezionale per le emissioni di titoli di debito internazionali: i collocamenti lordi di obbligazioni e notes sono ammontati a \$826 miliardi, portando il totale per il 2004 a \$3,3 trilioni (tabella 3.1), con un aumento del 14,5% rispetto al 2003. In termini di incidenza sul PIL mondiale questo risultato annuo rappresenta un massimo storico, che testimonia della relativa facilità con cui lo scorso anno i mutuatari hanno potuto accedere ai mercati dei capitali. L'aumento più significativo del trimestre in esame ha interessato le maggiori economie sviluppate (e in particolare l'area dell'euro), dove le emissioni lorde di titoli ad alto rendimento sono rimaste su livelli elevati. Nei mercati emergenti, i cui spread sono scesi ai minimi storici, i collocamenti lordi hanno toccato il massimo livello annuo mai registrato. In termini netti, le emissioni di titoli di debito internazionali da parte di soggetti dell'area dell'euro e statunitensi sono aumentate rispettivamente di quasi \$80 e 19 miliardi (tabella 3.2), mentre la raccolta del Giappone è stata negativa.

Brusca inversione di tendenza nelle emissioni dell'area dell'euro

Forte aumento delle emissioni nell'area dell'euro

Nonostante la protratta debolezza della situazione economica, nel quarto trimestre le emissioni di titoli di debito internazionali di soggetti dell'area dell'euro sono cresciute sensibilmente in termini sia lordi che netti: i collocamenti lordi complessivi (obbligazioni, notes e titoli a breve) sono saliti da \$543 a 614 miliardi, quelli netti da \$138 a 218 miliardi. Questi ultimi hanno segnato un marcato aumento in tutti i principali paesi dell'area, tranne la Germania. Gli incrementi nell'attività di raccolta espressi in dollari USA (cfr. tabelle 3.1 e 3.2) rispecchiano principalmente le accresciute emissioni in euro, e non gli effetti di cambio derivanti dal deprezzamento del dollaro sulla moneta unica. Ad esempio, le emissioni lorde in euro effettuate da soggetti dell'area sono ammontate a €326 miliardi, con un aumento del 13,4% rispetto al terzo trimestre.

Cresce rapidamente la raccolta dei prenditori societari

Se il settore finanziario ha seguito a contribuire massicciamente alle nuove emissioni di titoli di debito internazionali dell'area dell'euro, le imprese non finanziarie hanno incrementato a un ritmo molto maggiore la loro raccolta, quintuplicatasi in termini netti nel periodo in esame. Per contro, i collocamenti

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2003	2004	2003	2004			
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Totale emissioni annunciate	2 885,5	3 303,4	711,8	982,8	768,8	725,7	826,1
Obbligazioni	1 611,1	1 790,4	404,5	570,1	402,5	377,8	440,0
Notes	1 274,4	1 513,0	307,3	412,7	366,4	347,9	386,0
A tasso variabile	962,7	1 258,8	257,6	337,4	306,4	285,2	329,7
Ordinarie a tasso fisso	1 834,7	1 987,3	427,6	628,0	444,1	430,0	485,2
Collegate ad azioni ¹	88,1	57,3	26,6	17,4	18,3	10,5	11,2
Dollaro USA	1 171,8	1 154,5	268,1	357,2	257,3	255,5	284,5
Euro	1 288,1	1 598,0	316,9	478,5	379,0	349,7	390,7
Yen	102,8	111,5	29,0	29,3	33,8	22,4	26,1
Altre valute	322,9	439,4	97,7	117,8	98,7	98,0	124,8
Paesi sviluppati	2 621,6	3 012,4	656,8	906,8	694,8	655,4	755,5
Stati Uniti	739,5	772,5	173,6	249,8	167,9	169,6	185,2
Area dell'euro	1 294,4	1 463,1	327,2	438,7	355,2	305,2	364,0
Giappone	48,3	61,9	18,5	20,3	19,8	12,0	9,8
Centri offshore	31,7	41,6	11,1	7,2	7,0	14,0	13,4
Mercati emergenti	139,7	152,1	33,8	45,1	36,7	35,0	35,3
Istituzioni finanziarie	2 279,2	2 689,5	593,3	788,1	603,3	606,1	691,9
Private	1 913,3	2 276,1	506,0	663,4	515,7	501,2	595,9
Pubbliche	366,0	413,3	87,3	124,8	87,6	104,9	96,1
Imprese	271,2	271,4	68,8	61,9	72,3	62,4	74,8
Private	219,1	231,2	56,6	52,8	60,6	57,0	60,7
Pubbliche	52,1	40,2	12,2	9,0	11,7	5,4	14,1
Governi	242,6	245,4	39,6	109,1	62,9	35,9	37,5
Organizzazioni internazionali	92,5	97,2	10,1	23,7	30,3	21,3	21,9
Emissioni perfezionate	2 866,6	3 303,2	734,4	934,1	796,5	708,4	864,2
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 478,0</i>	<i>1 740,3</i>	<i>326,3</i>	<i>448,4</i>	<i>453,2</i>	<i>403,0</i>	<i>435,8</i>

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

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

Tabella 3.1

pubblici sono rimasti deboli come nel terzo trimestre, benché sostanzialmente in linea con i passati profili stagionali.

Raccolta netta USA in aumento, ma ancora contenuta

Le emissioni nette di titoli di debito internazionali da parte di mutuatari statunitensi sono nuovamente cresciute nel quarto trimestre, raggiungendo la cifra di \$59,6 miliardi. L'incremento è riconducibile per circa i due terzi al settore finanziario, anche se in percentuale i collocamenti societari sono aumentati in misura maggiore (82% contro 38%). Quest'ultima espansione è stata favorita anche dalle condizioni di prezzo generalmente favorevoli di cui

Le emissioni nette USA aumentano nel quarto trimestre ...

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

in miliardi di dollari USA

	2003	2004	2003	2004				Stock a fine dic. 2004
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale emissioni nette	1 463,9	1 623,9	457,3	520,5	347,7	323,2	432,4	13 928,0
Strumenti del mercato monetario ¹								
Commercial paper	75,3	61,0	49,2	34,9	4,4	17,8	4,0	663,8
Obbligazioni e notes ¹	83,3	40,4	48,7	8,8	-3,4	25,8	9,1	483,3
A tasso variabile	1 388,6	1 562,8	408,1	485,6	343,3	305,4	428,4	13 264,3
Ordinarie a tasso fisso	384,4	644,4	152,3	153,6	163,5	129,8	197,5	3 668,8
Collegate ad azioni	983,3	924,6	240,0	338,8	172,1	178,3	235,3	9 225,0
Paesi sviluppati	20,9	-6,2	15,7	-6,8	7,7	-2,7	-4,4	370,5
Stati Uniti	1 357,3	1 493,6	433,4	484,8	317,8	291,6	399,4	12 474,8
Area dell'euro	269,2	230,1	97,8	125,5	4,3	40,6	59,6	3 358,8
Giappone	768,1	803,2	223,2	231,8	215,6	138,3	217,6	6 208,7
Centri offshore	-1,0	16,6	7,9	6,4	11,0	0,7	-1,5	298,3
Mercati emergenti	15,8	25,2	9,0	1,0	4,3	9,7	10,2	159,9
Istituzioni finanziarie	67,6	82,0	19,0	24,7	18,5	14,7	23,9	737,1
Private	1 179,7	1 370,7	408,0	417,9	282,3	294,9	375,5	10 373,5
Pubbliche	976,0	1 146,4	347,7	343,1	234,9	236,6	331,8	8 747,0
Imprese	203,6	224,3	60,3	74,8	47,4	58,4	43,7	1 626,5
Private	113,2	70,1	40,9	7,1	11,3	10,4	41,2	1 635,4
Pubbliche	93,4	52,0	37,3	-0,0	7,8	9,9	34,3	1 360,5
Governi	19,8	18,1	3,6	7,1	3,5	0,5	6,9	275,0
Organizzazioni internazionali	147,9	160,0	12,5	85,5	47,0	10,8	16,8	1 362,8
<i>Per memoria: CP sull'interno²</i>	23,2	23,1	-4,2	10,0	7,1	7,1	-1,2	556,3
<i>di cui: USA</i>	-41,0	139,3	8,2	57,9	-19,8	-0,7	101,9	2 079,3
	-81,3	114,0	-1,5	47,8	-26,8	6,7	86,3	1 402,7

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

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

Tabella 3.2

hanno goduto le imprese USA, con differenziali assottigliatisi tanto sui mercati statunitensi quanto su quelli europei. A calare maggiormente sono stati gli spread sui titoli "high-yield" (cfr. infra), ma anche quelli sulle obbligazioni quotate A- e BBB sono scesi, toccando livelli non più osservati dal 1998.

... ma il totale annuo resta basso rispetto agli anni passati

Su base annua, tuttavia, la raccolta netta è rimasta al disotto dei livelli del 2003. Le emissioni nette internazionali di mutuatari USA nel 2004 (\$230 miliardi) risultano relativamente modeste anche rispetto agli anni precedenti: sia in termini assoluti che di incidenza sul PIL, esse risultano le più basse dal 1998.

Fra le cause della debole attività già osservata nel resto del 2004 vi era stato il drastico ridimensionamento dei fondi mutuati da Fannie Mae e Freddie Mac sui mercati internazionali. Proseguendo su questa china, i collocamenti

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e per valuta ¹								
in miliardi di dollari USA								
		2003	2004	2003	2004			
		Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Stati Uniti	Dollaro USA	210,1	128,1	75,3	102,7	-28,5	6,6	47,3
	Euro	47,8	55,3	14,6	13,7	21,2	16,6	3,8
	Sterlina	11,8	25,4	7,2	3,5	5,4	10,7	5,8
	Yen	-1,5	4,3	0,8	1,3	1,5	1,0	0,5
	Altre valute	1,0	17,0	-0,1	4,4	4,7	5,7	2,1
Area dell'euro	Dollaro USA	87,1	76,8	24,2	17,9	34,7	10,0	14,1
	Euro	646,5	660,2	181,6	192,0	158,8	115,0	194,4
	Sterlina	17,4	35,9	5,1	6,7	15,2	6,0	7,9
	Yen	-12,3	2,9	0,3	1,5	3,6	0,5	-2,7
	Altre valute	29,4	27,5	12,1	13,7	3,3	6,6	3,8
Altre aree	Dollaro USA	164,4	202,5	48,8	53,8	47,1	46,8	54,8
	Euro	138,6	231,1	35,8	71,0	40,8	66,4	53,0
	Sterlina	70,5	89,6	26,5	21,5	22,3	12,1	33,7
	Yen	9,4	16,5	10,6	2,5	10,7	3,2	0,2
	Altre valute	43,6	50,8	14,6	14,5	6,9	15,9	13,5
Totale	Dollaro USA	461,6	407,4	148,3	174,4	53,3	63,4	116,2
	Euro	832,9	946,6	231,9	276,7	220,7	198,0	251,2
	Sterlina	99,7	150,9	38,8	31,7	42,8	28,9	47,5
	Yen	-4,4	23,8	11,7	5,2	15,8	4,7	-1,9
	Altre valute	74,0	95,3	26,6	32,6	15,0	28,3	19,5

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

netti complessivi delle due agenzie hanno segnato un calo per il secondo trimestre consecutivo, benché la flessione (pari a \$548 milioni) delle nuove emissioni nel periodo in esame sia assai inferiore al crollo di \$7 707 milioni del terzo trimestre. In termini lordi, Fannie Mae e Freddie Mac continuano nondimeno a figurare tra i maggiori mutuatari statunitensi del quarto trimestre, insieme a General Electric Credit Corporation e Federal Home Loan Banks. Un'altra possibile spiegazione dei minori collocamenti privati lo scorso anno va ricercata nel parziale allontanamento delle istituzioni finanziarie dagli strumenti a più lungo termine, davanti al netto recupero del mercato della commercial paper negli Stati Uniti.

La crescita della raccolta netta di soggetti statunitensi si è accompagnata a un forte aumento dell'incidenza del dollaro USA sul totale mondiale delle emissioni nette, balzata nel quarto trimestre dal 19,6 al 26,9% (tabella 3.3). Al tempo stesso è calata leggermente la quota delle emissioni in euro, sia lorde che nette. Considerando che il tasso di cambio effettivo del dollaro è rimasto basso rispetto alla media storica e che la divisa statunitense ha perso il 5% nel corso del trimestre, questi andamenti sembrano disattendere il nesso positivo osservato in passato tra il vigore di una valuta e la sua quota sulle emissioni di titoli di debito internazionali.

Aumenta la quota delle emissioni nette in dollari USA

Battuta d'arresto delle emissioni giapponesi al rallentare dell'economia

In Giappone la raccolta netta diviene negativa nel quarto trimestre ...

Il più evidente punto di debolezza del mercato internazionale dei titoli di debito negli ultimi due trimestri è stata la mancanza di nuove emissioni di residenti giapponesi: dopo il modesto incremento di \$721 milioni nel terzo trimestre, la raccolta netta è scesa a -\$1,5 miliardi nel periodo in esame; anche i collocamenti lordi sono stati deboli, ad appena \$20,4 miliardi. Il calo ha coinciso con un quadro economico contrastante. Da un lato, il rallentamento congiunturale è proseguito e si sono raffreddate le attese di un'imminente conclusione della fase deflazionistica dei prezzi dei beni; dall'altro, gli innalzamenti dei rating sugli emittenti nipponici hanno superato i declassamenti e le condizioni di finanziamento sono rimaste favorevoli, con spread ancora contenuti. Tutto ciò induce a ritenere che il calo delle emissioni sia dovuto soprattutto a una ridotta domanda di fondi sul mercato internazionale.

... ma per l'insieme dell'anno resta più elevata che nel 2003

In un'ottica di più lungo periodo, tuttavia, la raccolta netta di soggetti giapponesi sul mercato internazionale ha registrato un netto progresso nel 2004, che potrebbe segnare la fine di quel generale processo di riduzione della leva finanziaria messo in atto dalle imprese nipponiche negli ultimi anni. Nel periodo 2000-03 le emissioni nette erano state negative, mentre nel 2004 sono ammontate a \$16,6 miliardi, il livello più alto dal 1996. Certo, tale miglioramento è in parte riconducibile agli effetti di cambio, dal momento che lo scorso anno lo yen si è apprezzato del 4,3% nei confronti del dollaro. Ma la rivalutazione ha svolto un ruolo di secondo piano: in termini di yen, la raccolta netta giapponese sul mercato internazionale è infatti salita dai ¥615 miliardi del 2003 a ¥1 585 miliardi lo scorso anno.

Restano vivaci le emissioni ad alto rendimento

Condizioni di mercato ancora favorevoli per gli emittenti "high-yield" ...

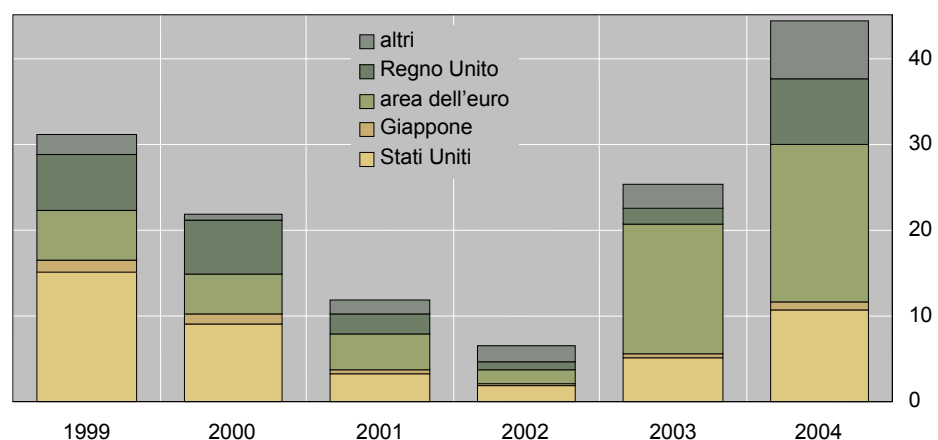
Mentre gli investitori globali continuavano la loro ricerca di rendimento, contribuendo a un ulteriore calo degli spread sui titoli "high-yield" (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi"), l'attività di emissione dei mutuatari a basso rating delle economie sviluppate è proseguita a ritmo vivace nel periodo sotto rassegna, rimanendo su livelli elevati nonostante un lieve calo trimestrale (da \$13 a 12,6 miliardi). Le emissioni lorde per l'intero 2004 sono addirittura ammontate a \$44,3 miliardi, cifra di gran lunga superiore ai volumi annui registrati dal 1999 (grafico 3.1).

... ma con esiti marcatamente differenti tra paesi

La modesta diminuzione complessiva delle emissioni lorde di titoli ad alto rendimento nel trimestre in esame cela peraltro differenze piuttosto marcate tra le varie economie. Ad esempio, la raccolta di residenti USA è cresciuta dell'1,5%, mentre quella degli emittenti di area dell'euro e Giappone è significativamente diminuita (del 49 e 59% rispettivamente). La continua discesa degli spread sui titoli di questa categoria nell'area dell'euro tra ottobre e dicembre fa ritenere che il brusco calo dei collocamenti sia stato provocato dalla scarsa domanda di fondi da parte degli emittenti con basso merito di credito, in un contesto di persistente fiacchezza dell'economia dell'area.

Paesi sviluppati: emissioni di obbligazioni internazionali di qualità non bancaria¹

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



¹ Emittenti con rating pari o inferiore a BB.

Fonti: Dealogic; BRI.

Grafico 3.1

Analogamente, anche in Giappone il declino delle emissioni societarie totali sembra rispecchiare la debolezza della domanda dei mutuatari.

Nel trimestre in esame i maggiori emittenti di titoli "high-yield" nei paesi industriali sono state le società tecnologiche e finanziarie. Il più ingente collocamento privato è stato effettuato da Elan Finance Corp Ltd, società irlandese con rating B- e sede sociale negli Stati Uniti, che ha emesso un'obbligazione in dollari per \$850 milioni con uno spread di 387 punti base sul Treasury settennale. Rogers Wireless Inc, società canadese quotata BB, ha perfezionato un'emissione a tasso fisso per \$550 milioni con uno spread di 330 punti. Infine, HCA Inc (Hospital Corporation of America) ha collocato il 19 novembre un prestito per \$750 miliardi con un differenziale di 220 punti base rispetto all'obbligazione decennale del Tesoro USA.

La raccolta dei paesi emergenti segna un nuovo record nel 2004

I collocamenti sul mercato internazionale dei titoli di debito da parte di soggetti dei mercati emergenti hanno fatto registrare livelli record nel 2004, salendo a \$167 miliardi e superando così il precedente massimo di \$163 miliardi toccato nel 1996. Ragguardevoli anche le emissioni nette (\$82 miliardi), che hanno ampiamente oltrepassato i \$46 miliardi registrati in media nel quinquennio 1999–2003, pur rimanendo inferiori al primato di \$94 miliardi stabilito nel 1997. I prenditori dei paesi emergenti hanno chiaramente approfittato di condizioni di prezzo estremamente favorevoli, giacché nel dicembre 2004 gli spread sull'indice EMBI+ di JPMorgan Chase sono scesi al disotto dei 350 punti base, segnando un minimo storico (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi").

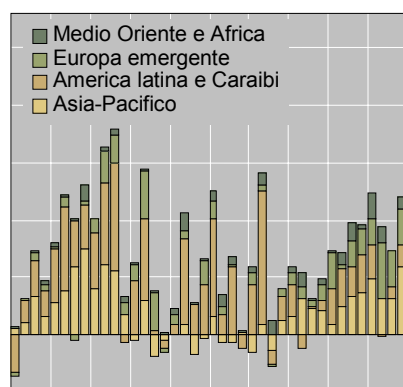
Le emissioni lorde delle economie emergenti sono ammontate a \$39,8 miliardi nel quarto trimestre, in crescita rispetto ai \$38,5 miliardi del

Le emissioni lorde delle economie emergenti segnano un record in ragione d'anno

Mutuatari emergenti: emissioni di titoli di debito internazionali

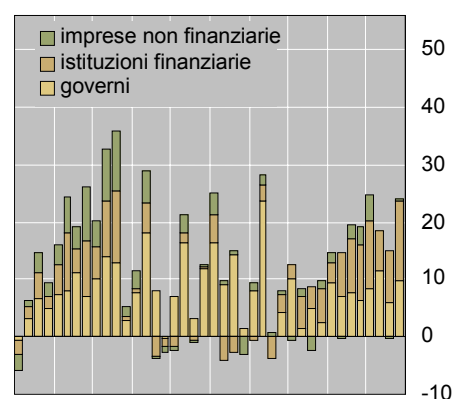
emissioni nette, in miliardi di dollari USA

In base alla nazionalità dell'emittente



1995 1997 1999 2001 2003

In base al settore dell'emittente



1995 1997 1999 2001 2003

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

Grafico 3.2

terzo, ma ancora al di sotto dei volumi registrati nella prima metà dell'anno. I collocamenti netti sono aumentati in misura maggiore (da \$14,7 a 23,9 miliardi), toccando di fatto il secondo massimo trimestrale dagli inizi del 2001, appena inferiore a quello segnato nel primo trimestre dell'anno scorso.

I più dinamici sono i prenditori asiatici ...

La maggior parte della crescita delle emissioni nette nel periodo in esame è riconducibile ai prenditori asiatici, sebbene quelli di America Latina e Medio Oriente-Africa abbiano anch'essi fatto registrare aumenti (grafico 3.2). Per contro, la raccolta netta dei paesi emergenti europei è rimasta pressoché invariata. Le istituzioni finanziarie hanno ancora una volta superato i governi, mentre le società non finanziarie hanno segnato solo un lieve incremento.

... in particolare il governo cinese ...

I più attivi fra gli emittenti asiatici nel quarto trimestre sono stati i cinesi, con emissioni nette per \$4 miliardi, pari a un terzo del totale netto della regione. Il 21 ottobre la Repubblica popolare cinese ha lanciato due ingenti prestiti, un'obbligazione decennale in euro per \$1 248 milioni e una quinquennale in dollari USA per \$500 milioni. Se considerate congiuntamente in termini di valore nominale, queste due emissioni rappresentano la maggiore operazione perfezionata dal governo di Pechino sul mercato obbligazionario internazionale. L'emissione in euro era fra l'altro finalizzata a creare un nuovo benchmark e ad accrescere la diffusione del debito pubblico cinese presso gli investitori europei. Non essendovi stati rimborsi, la raccolta netta del governo cinese si è pertanto ragguagliata a \$1,7 miliardi nel periodo sotto rassegna, invertendo il calo di \$300 milioni registrato nel trimestre precedente, durante il quale non erano stati lanciati nuovi prestiti ma solo parzialmente rimborsate le passività in essere.

... e le istituzioni finanziarie

Nonostante le due cospicue operazioni del governo cinese, le istituzioni finanziarie restano nondimeno i principali emittenti di passività asiatiche sul mercato internazionale. Ad esempio, il 63% dei collocamenti netti regionali al di fuori della Cina fa capo a istituzioni finanziarie cinesi. Ma anche le emissioni di società finanziarie di Corea, Malaysia e India sono state sostenute nel quarto

trimestre. Fra le altre, Korea First Mortgage No 3 plc ha perfezionato ai primi di dicembre un'emissione in euro per \$729 miliardi con scadenza a 31½ anni.

La Repubblica delle Filippine, di norma prenditore molto attivo, non ha effettuato emissioni nel trimestre in esame viste le sfavorevoli condizioni di mercato. I progressi compiuti sul versante del risanamento di bilancio, tra cui il varo di leggi volte ad accrescere il gettito fiscale, hanno contribuito a migliorare il clima di mercato agli inizi del 2005. Ciò ha creato le premesse per l'annuncio, il 26 gennaio, di un nuovo titolo a 25 anni per \$1,5 miliardi, la più ingente emissione mai effettuata dal governo e la prima a lungo termine dal 2000. Nondimeno, i declassamenti da parte di Standard & Poor's a metà gennaio (1 grado) e di Moody's in febbraio (2 gradi) hanno rammentato agli investitori la debole situazione delle finanze pubbliche del paese.

I maggiori collocamenti in America latina sono stati effettuati da mutuatari sovrani, sia di piccole che di grandi economie. Il governo del Brasile ha emesso in ottobre un'obbligazione a 15 anni in dollari USA per \$1 miliardo, seguita in dicembre da un'altra emissione a 9,6 anni per \$500 milioni. Il governo messicano ha collocato una note a medio termine in euro a 15¼ anni per \$971 milioni e la Repubblica del Perù un prestito obbligazionario decennale in euro per \$806 milioni. L'annuncio di emissioni in euro di tale entità sta a indicare come la domanda degli investitori europei in cerca di più alti rendimenti sia stata vigorosa durante il trimestre. Fra i prenditori sovrani latino-americani la Repubblica del Venezuela è stato quello che ha maggiormente accresciuto la propria raccolta netta, salita fra il terzo e il quarto trimestre da \$0 a 2 miliardi. Per converso, le emissioni nette delle imprese non finanziarie della regione sono diminuite per il terzo trimestre consecutivo, mentre quelle del settore finanziario sono state negative (-\$1 miliardo).

Il quarto trimestre è stato altresì degno di nota per il fatto che le emissioni lorde in valuta locale da parte di mutuatari latino-americani hanno raggiunto il livello di gran lunga più alto (\$516,4 milioni) dall'insorgere della crisi argentina. Ciò ha portato il totale per il 2004 a \$855,7 milioni, non lontano dai \$939,1 milioni nominali registrati nel 2001. L'aumento delle emissioni di obbligazioni e notes in moneta locale ha coinciso con un significativo aumento dei prestiti bancari in valuta locale affluiti alla regione (cfr. la sezione sul mercato bancario internazionale). Tre i titoli di debito di questo tipo collocati sul mercato nel trimestre sotto rassegna: a novembre la Repubblica di Colombia ha annunciato un'emissione obbligazionaria per 954,5 miliardi di pesos colombiani (\$373,8 milioni), mentre in dicembre le banche brasiliane Banco Bradesco SA e Banco do Brasil SA hanno annunciato il lancio di due notes a medio termine, rispettivamente per 271 e 125,7 milioni di real (\$97,4 e 45,2 milioni).

Nell'Europa emergente è stata la Repubblica di Ungheria a lanciare l'emissione singola più ingente, un'obbligazione settennale a tasso fisso in euro per nominali \$1,263 miliardi e cedola del 3,625%. La Repubblica di Turchia ha perfezionato un'emissione per \$500 milioni verso fine novembre; si è trattato di un'obbligazione in dollari a 10½ anni emessa con uno spread di 286 punti base sui Treasuries decennali. La raccolta delle imprese finanziarie

In America latina sono i governi i mutuatari più attivi ...

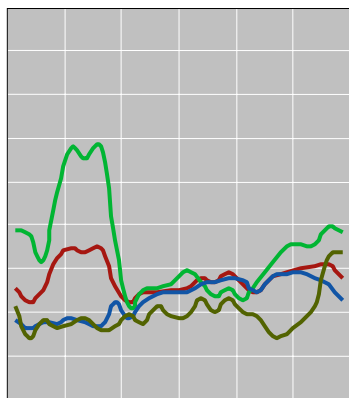
... e cresce il valore delle emissioni in moneta locale

Ingenti collocamenti di Ungheria e Turchia

Scadenza media delle emissioni dei mercati emergenti¹

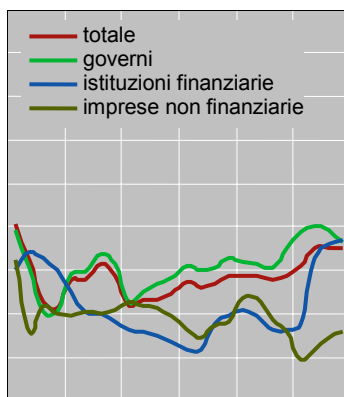
obbligazioni e notes internazionali a tasso fisso, in numero di anni

Asia-Pacifico



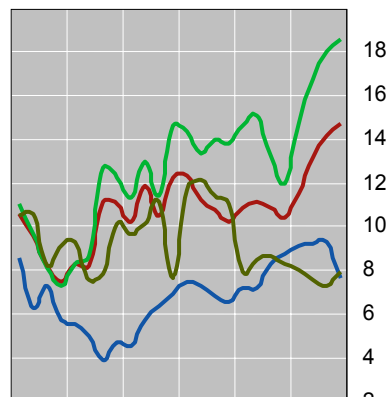
1999 2000 2001 2002 2003 2004

Europa emergente



1999 2000 2001 2002 2003 2004

America latina e Caraibi



1999 2000 2001 2002 2003 2004

¹ Media mobile di quattro trimestri.

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

Grafico 3.3

russe, che nel recente passato aveva alimentato l'attività di emissione delle economie emergenti europee, ha subito un rallentamento nel quarto trimestre, scendendo su base netta da \$2,9 a 1,9 miliardi.

Da segnalare, infine, l'allungamento della scadenza media delle obbligazioni e notes emesse dai prenditori emergenti nel 2004. Assieme ai volumi record dei collocamenti lordi e alla contrazione degli spread, ciò conferma ulteriormente come lo scorso anno le condizioni finanziarie siano state nel complesso assai favorevoli. A fine 2004 la media mobile di quattro trimestri delle scadenze di obbligazioni e notes di nuova emissione era pari a 7,6 anni per l'Asia-Pacifico, a 9,0 anni per l'Europa emergente e a 14,7 anni per l'America latina (grafico 3.3). Per i soli governi, i valori corrispondenti erano di 9,7 (Asia-Pacifico), 9,3 (Europa emergente) e 18,6 anni (America latina). Tuttavia, specie nel quarto trimestre, la scadenza media si è ridotta in ognuna di queste regioni e nella maggior parte dei settori.

