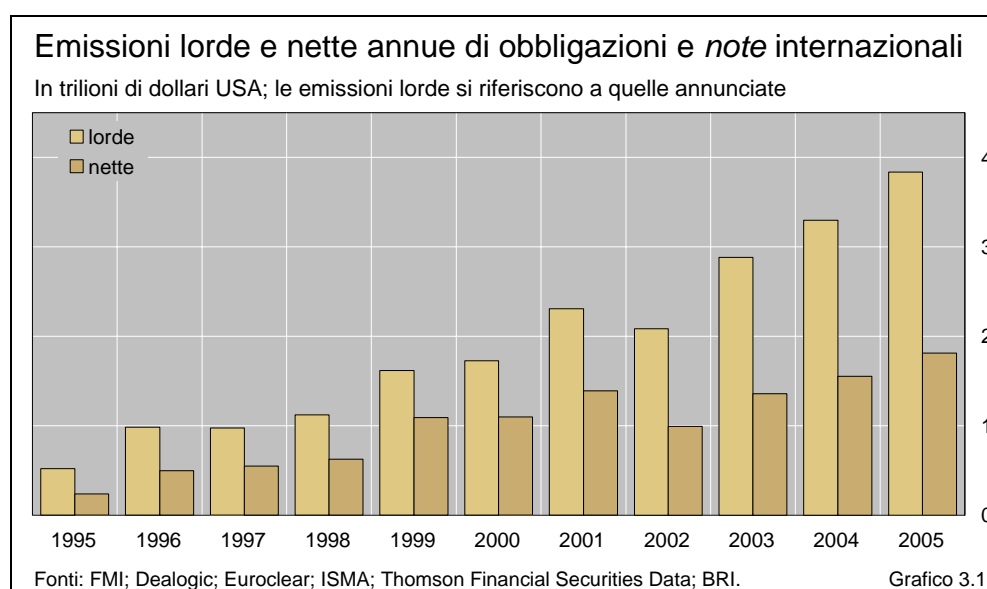


3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

L'attività lorda di emissione di obbligazioni e *note* internazionali nel quarto trimestre 2005 è cresciuta a livello mondiale del 25% e ha superato del 4% la media dei nove mesi precedenti. Si tratta di una svolta rispetto al passato, in quanto gli ultimi mesi dell'anno sono tradizionalmente i più calmi nel calendario dei collocamenti internazionali. Per l'insieme del 2005 la raccolta lorda di questi strumenti ha raggiunto un ammontare record, oltrepassando del 16% quella del 2004 e del 120% la media del periodo 1995-2004 (grafico 3.1).

Su base netta i collocamenti globali di obbligazioni e *note* sono più che raddoppiati nel quarto trimestre, da \$237 a 572 miliardi. L'aumento è stato particolarmente marcato per i titoli dei prenditori di Stati Uniti, area dell'euro e mercati emergenti. Sono altresì cresciute rapidamente le emissioni nette per l'insieme dell'anno, salite del 17% a livello globale e del 26% nei paesi emergenti. Nel 2005 il rapporto tra collocamenti netti e PIL mondiale, nonostante la crescita relativamente elevata di quest'ultimo, ha toccato il secondo livello più alto mai raggiunto. L'unica eccezione di rilievo è venuta dal Giappone, che ha fatto registrare emissioni nette di obbligazioni e *note* internazionali pari a soli \$8,5 miliardi.

La raccolta dei paesi emergenti è rimasta sostenuta, concludendo un anno record in cui i collocamenti lordi sono aumentati di oltre il 50%. I mutuatari di



tali paesi hanno evidentemente approfittato delle condizioni di finanziamento estremamente favorevoli pretese per la maggior parte dell'anno, come la riduzione degli spread a nuovi minimi storici (cfr. "Quadro generale degli sviluppi"). Dopo un terzo trimestre fiacco, le emissioni dei soggetti dell'area dell'euro sul mercato internazionale sono cresciute di quasi il 50% su base trimestrale. Anche i prenditori statunitensi sono stati insolitamente attivi, con collocamenti lordi di obbligazioni e *note* in rialzo del 20%. Le emissioni ad alto rendimento nelle economie sviluppate sono diminuite nel corso del trimestre in esame, benché gli spread siano rimasti stabili per l'intero periodo.

Anno record per i mercati emergenti

Nel 2005 i mutuatari dei paesi emergenti hanno perfezionato emissioni internazionali di obbligazioni e *note* per un importo lordo record, pari a \$231 miliardi, e per \$96 miliardi su base netta (tabelle 3.1 e 3.2). Nel quarto trimestre i loro collocamenti lordi e netti di questi strumenti sono aumentati rispettivamente del 5 e dell'87%. Il vigore di questo segmento del mercato risulta ancora più sorprendente se si considera che molti prenditori avevano già soddisfatto il proprio fabbisogno di finanziamento per il 2005 e addirittura si riteneva che a fine anno alcuni paesi avessero già raggiunto gli obiettivi di finanziamento per il 2006.

Quasi raddoppiata la raccolta netta dei paesi emergenti ...

Il contesto finanziario in cui hanno operato i mutuatari dei paesi emergenti ha continuato a essere molto positivo: gli spread nel mercato secondario sono in effetti rimasti stabili in prossimità dei minimi storici durante il periodo in esame. L'incremento delle emissioni e la flessione degli spread sono la conseguenza di ciò che molti considerano una marcata riduzione dei rischi macroeconomici strutturali in questi paesi (cfr. "Quadro generale degli sviluppi"). Ad esempio, tra il 1° ottobre 2005 e il 31 gennaio 2006 tredici soggetti sovrani dei mercati emergenti¹ hanno beneficiato di un innalzamento del rating da parte di almeno una delle tre principali agenzie di valutazione. Inoltre, vi sono stati scarsi segnali di una minore propensione al rischio degli investitori nei confronti delle obbligazioni dei mercati emergenti.

... grazie al perdurare di condizioni di finanziamento favorevoli

A livello geografico i collocamenti lordi dell'insieme di titoli di debito internazionali (obbligazioni, *note* e strumenti del mercato monetario) sono aumentati su base trimestrale in Africa e Medio Oriente, nell'Europa emergente e nell'Asia-Pacifico, mentre sono calati in America latina; la raccolta netta è cresciuta in tutte le regioni eccetto in Africa e Medio Oriente (grafico 3.2)². A livello settoriale si è registrata un'inversione di tendenza rispetto al trimestre precedente, con un aumento delle emissioni sia lorde che nette dei governi e delle istituzioni finanziarie, e un ridimensionamento di quelle delle imprese.

¹ Fra questi, due si trovano in Africa e Medio Oriente (Arabia Saudita e Oman), tre in Asia (Cina, Corea e Kazakistan), cinque nell'Europa emergente (Bulgaria, Lituania, Repubblica slovacca, Russia e Turchia) e tre in America latina (Brasile, Messico e Venezuela).

² I dati non comprendono le emissioni ristrutturate della Repubblica argentina del primo trimestre 2005, pari complessivamente a \$15,7 miliardi.

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

In miliardi di dollari USA

	2004	2005	2004	2005			
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Totale emissioni annunciate	3 296,9	3 836,3	822,3	1 076,9	979,5	791,7	988,1
Obbligazioni	1 782,7	2 045,0	434,9	595,8	516,9	427,8	504,4
<i>Note</i>	1 514,2	1 791,3	387,4	481,0	462,6	363,9	483,8
A tasso variabile	1 254,5	1 470,7	327,9	335,5	412,0	273,6	449,7
Ordinarie a tasso fisso	1 985,1	2 323,9	483,2	724,9	561,0	511,7	526,3
Collegate ad azioni ¹	57,4	41,7	11,2	16,5	6,5	6,5	12,1
Dollaro USA	1 153,1	1 322,3	284,1	315,8	300,6	329,0	376,9
Euro	1 596,6	1 832,0	389,7	568,9	533,8	301,3	428,0
Yen	111,2	114,8	25,9	30,6	27,0	30,8	26,4
Altre valute	436,0	567,2	122,6	161,6	118,2	130,6	156,8
Paesi sviluppati	3 008,3	3 447,7	751,9	953,9	888,6	701,4	903,9
Stati Uniti	773,6	835,7	182,3	214,6	168,4	206,1	246,6
Area dell'euro	1 469,4	1 792,4	364,8	532,4	519,7	297,9	442,4
Giappone	62,0	56,3	9,9	13,9	13,3	19,0	10,2
Centri offshore	39,2	50,4	13,5	11,4	13,3	12,4	13,3
Mercati emergenti	152,4	230,9	35,1	83,3	49,4	47,8	50,3
Istituzioni finanziarie	2 684,9	3 173,1	688,3	841,7	815,2	677,3	838,8
Private	2 279,5	2 744,7	592,1	696,6	682,7	605,8	759,5
Pubbliche	405,4	428,4	96,2	145,1	132,5	71,5	79,3
Imprese	269,9	239,4	75,0	58,6	56,8	48,2	75,9
Private	232,7	208,5	60,9	55,1	43,9	40,2	69,2
Pubbliche	37,2	30,9	14,0	3,4	12,9	7,9	6,6
Governi	245,0	316,5	37,3	148,3	79,3	36,1	52,8
Organizzazioni internazionali	97,1	107,3	21,8	28,3	28,2	30,1	20,7
Emissioni perfezionate	3 300,5	3 817,2	864,3	1 016,4	1 022,0	768,5	1 010,3
<i>Per memoria: rimborsi</i>	1 747,6	2 003,8	439,8	521,5	512,3	531,1	438,8

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con *warrant* azionario.

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

Tabella 3.1

Ingenti operazioni di prenditori del Medio Oriente ...

Il prestito più ingente lanciato da mutuatari dei mercati emergenti nel quarto trimestre, un'obbligazione in dollari USA a due anni per \$3,5 miliardi di PCFC Development, si è registrato nella regione Africa e Medio Oriente. Tra le altre operazioni di elevato ammontare della regione figurano un'emissione in euro per €750 milioni (\$891 milioni) dello Stato di Israele, la più rilevante effettuata da questo prenditore dall'aprile 2004 sul mercato internazionale, e un prestito di \$850 milioni denominato in dollari USA di National Bank of Abu Dhabi PJSC. La Repubblica libanese (classificata nelle statistiche BRI come centro offshore) è riuscita a perfezionare il 18 ottobre un'emissione in dollari USA per \$750 milioni, nonostante il concomitante aumento delle tensioni politiche nella regione.

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle note internazionali

In miliardi di dollari USA

	2004	2005	2004	2005				Stock a fine dic. 2005
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale emissioni nette	1 552,9	1 813,4	424,4	494,8	509,6	237,4	571,6	13 995,4
A tasso variabile	634,4	677,1	193,5	98,5	242,8	45,4	290,4	3 974,5
Ordinarie a tasso fisso	924,7	1 155,9	235,3	398,6	272,0	200,5	284,9	9 698,0
Collegate ad azioni	-6,2	-19,6	-4,4	-2,2	-5,1	-8,5	-3,8	322,8
Paesi sviluppati	1 434,2	1 661,5	396,5	461,1	476,5	192,9	531,1	12 423,7
Stati Uniti	225,3	267,8	61,8	63,9	47,9	42,1	113,8	3 444,6
Area dell'euro	779,1	939,0	222,2	283,3	317,4	56,5	281,8	6 100,1
Giappone	17,4	8,5	0,4	4,9	-2,4	5,0	1,0	264,0
Centri offshore	19,5	27,1	9,0	2,8	8,6	8,6	7,1	174,1
Mercati emergenti	76,4	95,9	21,6	29,0	15,3	18,0	33,6	861,8
Istituzioni finanziarie	1 305,1	1 576,9	365,0	394,1	447,4	223,3	512,1	10 513,3
Private	1 095,3	1 387,1	316,3	318,0	370,4	212,7	486,0	8 951,9
Pubbliche	209,9	189,8	48,7	76,1	76,9	10,6	26,1	1 561,4
Imprese	73,5	64,6	42,7	14,3	14,1	-3,1	39,5	1 517,6
Private	55,7	63,2	34,7	22,4	6,9	-4,8	38,7	1 286,5
Pubbliche	17,8	1,4	8,1	-8,1	7,1	1,6	0,8	231,0
Governi	151,4	143,0	19,4	84,5	39,0	-0,7	20,3	1 428,7
Organizzazioni internazionali	22,9	28,9	-2,7	2,0	9,3	17,9	-0,2	535,8

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

Tabella 3.2

I mutuatari russi hanno portato a termine diverse operazioni di finanziamento nel quarto trimestre, trainando il cospicuo aumento della raccolta dell'Europa emergente. Gran parte delle emissioni del paese sono state opera di imprese finanziarie, come quelle della consociata finanziaria di un grande produttore di energia, Gaz Capital SA, e dell'impresa finanziaria VT Bank for Foreign Trade Capital SA, che hanno costituito i collocamenti più ingenti. Sempre nell'Europa emergente, la Repubblica di Turchia ha emesso un'obbligazione in dollari USA per \$750 milioni a novembre e una per €350 milioni (\$409 milioni) a inizio dicembre. Successivamente, nel corso dello stesso mese, Moody's ha innalzato il rating in valuta a lungo termine del paese da B1 a Ba3.

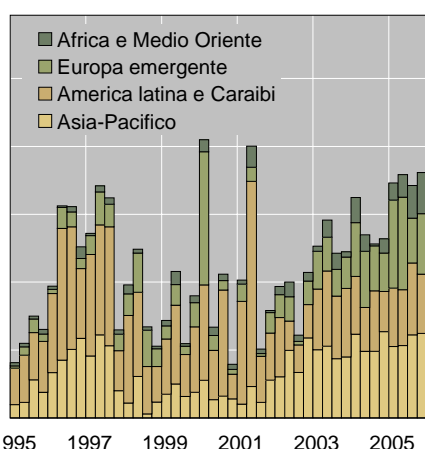
... e della Russia

Nella regione Asia-Pacifico le emissioni maggiori, due obbligazioni in dollari USA, una di \$900 milioni con scadenza a 10 anni e una di \$600 milioni con scadenza a 30 anni, sono state perfezionate dalla Repubblica di Indonesia, ma il paese che nel trimestre ha complessivamente raccolto l'importo più elevato, su base sia lorda che netta, è stato la Corea del Sud, grazie soprattutto a un'emissione del Tesoro. Il 26 ottobre, due giorni dopo l'innalzamento da A ad A+ del rating assegnato da Fitch alla Repubblica di Corea, il governo ha completato un'operazione in due tranches, un'obbligazione decennale in euro per €500 milioni (\$601 milioni) e un'obbligazione ventennale in dollari USA per \$400 milioni.

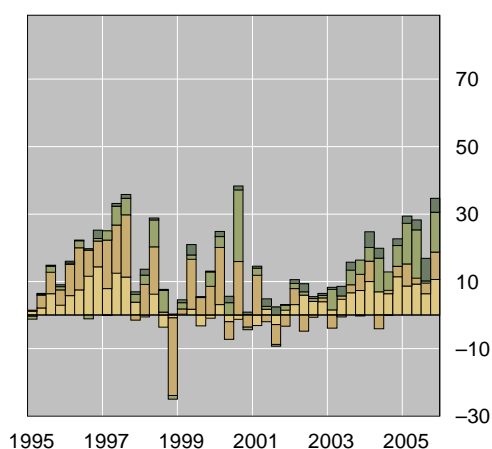
Mercati emergenti: emissioni di titoli di debito internazionali¹

In miliardi di dollari USA

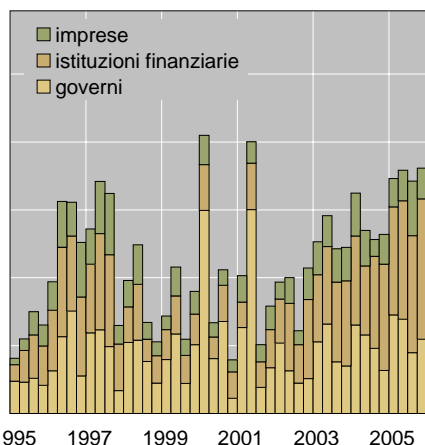
Emissioni lorde, in base alla nazionalità del mutuatario



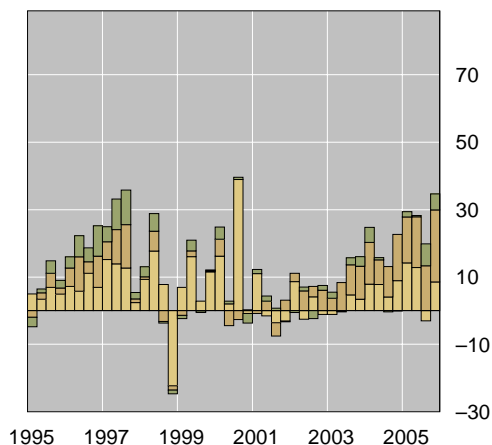
Emissioni nette, in base alla nazionalità del mutuatario



Emissioni lorde, in base al settore del mutuatario



Emissioni nette, in base al settore del mutuatario



¹ Escluse le emissioni della Repubblica argentina nel primo e nel secondo trimestre 2005.

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

Grafico 3.2

L'Ecuador fa ritorno sui mercati internazionali dei capitali

Sebbene nel quarto trimestre la raccolta in America latina sia diminuita su base lorda, in termini netti essa è più che raddoppiata, a \$8,2 miliardi. Il Brasile e il Venezuela³, con emissioni nette pari rispettivamente a \$2,3 e 2,9 miliardi, hanno messo a segno i maggiori rialzi. La regione è stata inoltre teatro di due eventi significativi per il mercato internazionale dei titoli di debito: l'estinzione in dicembre dei prestiti contratti con l'FMI da parte del Brasile e dell'Argentina e il ritorno dell'Ecuador sui mercati internazionali dei capitali dopo l'insolvenza del 1999. Il 12 dicembre il governo di questo paese ha collocato un'obbligazione decennale in dollari USA con valore nominale di \$650 milioni e cedola del

³ Agli inizi di febbraio 2006 Standard & Poor's ha innalzato il rating del Governo del Venezuela da B+ a BB-.

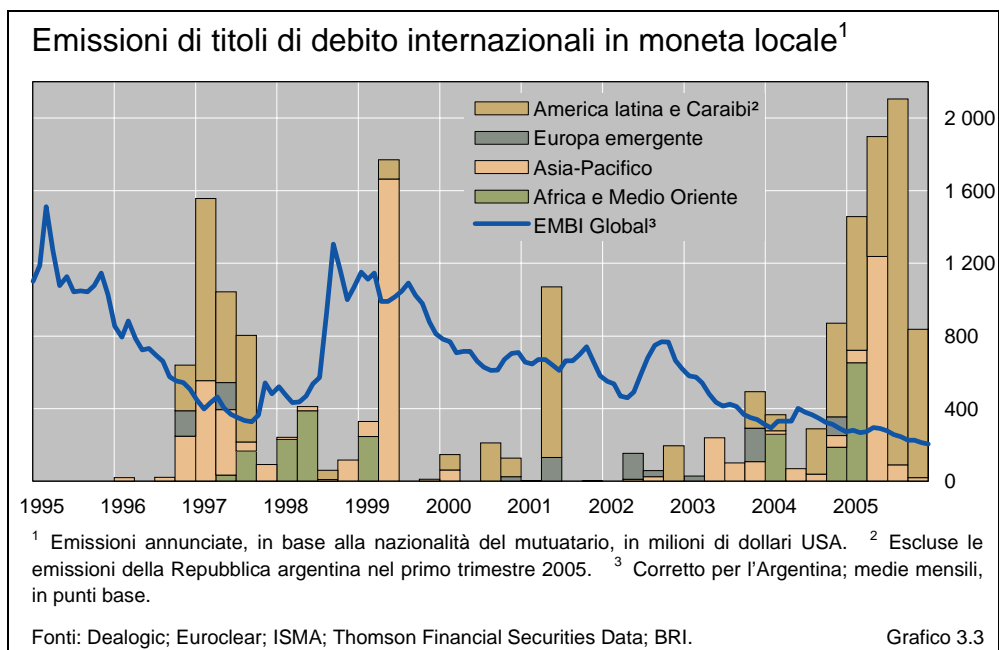
9,375%, di cui il Governo del Venezuela ha acquisito una quota rilevante. Sebbene l'economia dell'Ecuador abbia beneficiato degli elevati prezzi del greggio (essendo il paese il quinto produttore di petrolio in America latina), la situazione dei suoi conti pubblici presenta diversi rischi potenziali connessi con la legge sulla responsabilità fiscale, la riforma del sistema tributario e il fondo pensione nazionale.

Calano le emissioni in moneta locale

Nel quarto trimestre 2005 i collocamenti di titoli di debito internazionali in moneta locale di mutuatari dei mercati emergenti hanno subito una flessione per la prima volta in sei trimestri (grafico 3.3). La relativa offerta, costituita da 11 emissioni, ha totalizzato \$837 milioni. Ciò nonostante, il 2005 è stato un anno importante per questo segmento del mercato, con una raccolta totale pari a \$6,3 miliardi, di gran lunga superiore a tutti gli altri anni dopo il 1995.

Chiusura in sordina di un anno record per le emissioni in valuta locale

I prenditori latinoamericani continuano a rappresentare la forza trainante dietro al vigoroso andamento delle emissioni internazionali in valuta locale dei paesi in via di sviluppo. Come si può osservare nel grafico 3.3, nel 2005 l'America latina ha collocato \$4,2 miliardi di prestiti in moneta locale, seguita dall'Asia-Pacifico, con emissioni per \$1,4 miliardi. Il Governo del Brasile e le istituzioni finanziarie latinoamericane hanno avuto un ruolo di primo piano. Nell'ultimo trimestre dell'anno la Repubblica di Colombia ha lanciato l'emissione più ingente, un'obbligazione a 10 anni per 569 miliardi di pesos (\$250 milioni), mentre le altre emissioni in valuta locale sono perlopiù riconducibili alle banche brasiliane Banco Bradesco SA e Banco Votorantim SA.



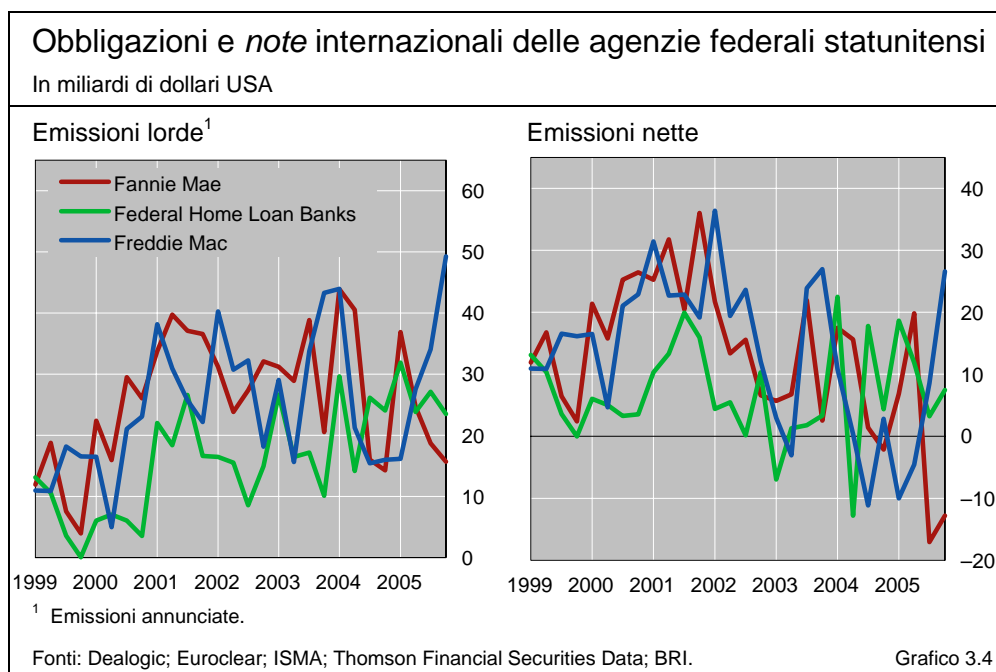
Quarto trimestre insolitamente attivo per gli emittenti statunitensi

Prosegue la crescita dei collocamenti USA ...

Le emissioni lorde dei soggetti statunitensi sono aumentate per il secondo trimestre consecutivo, dopo una serie di periodi in cui la presenza di questi mutuatari sul mercato internazionale era stata relativamente modesta. I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* sono cresciuti da \$206 a 247 miliardi nel quarto trimestre; rispetto a un anno prima la raccolta lorda ha segnato un rialzo dell'8%, salendo a \$836 miliardi. I dati recenti contrastano nettamente con i precedenti profili stagionali, poiché nel quarto trimestre le emissioni lorde statunitensi sono generalmente inferiori del 10-15% circa alla media annua (cfr. questa stessa sezione nella *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2005). Nel trimestre in esame la raccolta netta è cresciuta in proporzioni molto maggiori, pressoché triplicandosi, a \$114 miliardi.

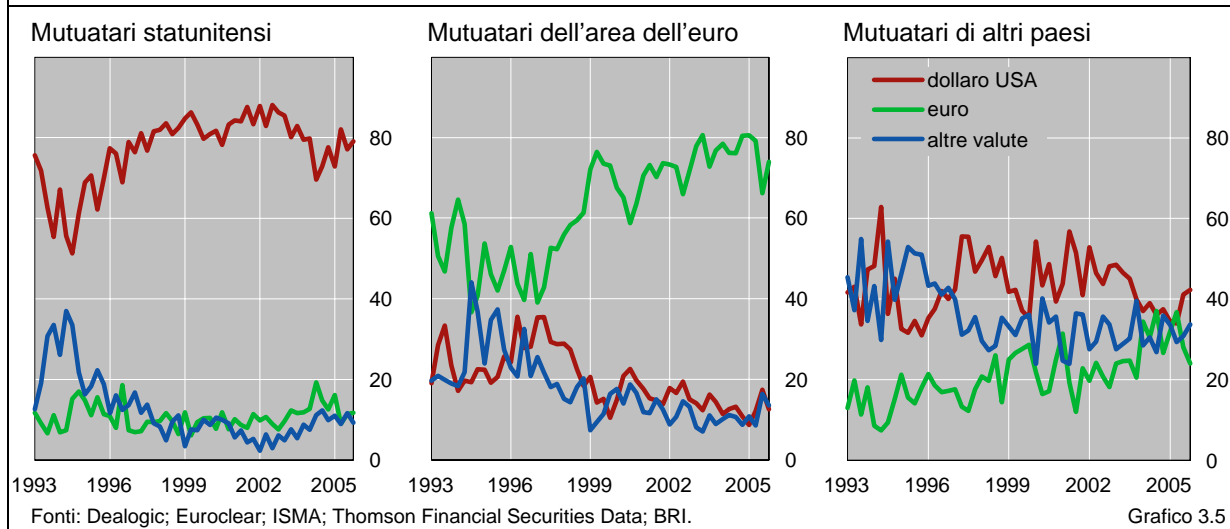
... alimentata da diverse operazioni di Freddie Mac

I mutuatari più attivi negli Stati Uniti sono stati ancora una volta le agenzie federali, responsabili del 36% delle emissioni lorde USA. Ciò nonostante, vi sono state alcune differenze di rilievo tra di esse per quel che attiene all'attività di raccolta. In particolare, nel quarto trimestre Freddie Mac ha continuato ad ampliare la sua presenza nel mercato internazionale, accrescendo i collocamenti lordi e netti del 45 e 212% rispettivamente (grafico 3.4). I titoli di quest'agenzia rappresentavano quasi il 25% delle emissioni nette totali di soggetti statunitensi nel trimestre in rassegna. Per converso, Fannie Mae, con una raccolta netta pari a -\$12,8 miliardi, ha continuato ad allontanarsi dal mercato obbligazionario internazionale. Ciò è probabilmente attribuibile al fatto che nel quarto trimestre l'agenzia ha proseguito la graduale riduzione del suo portafoglio ipotecario, pur avendo soddisfatto a fine settembre il requisito di eccedenza patrimoniale impostole dall'Office of Federal Housing Enterprise Oversight.



Quota delle valute nelle emissioni internazionali lorde di obbligazioni e note

In percentuale



A trainare il notevole aumento delle emissioni di Freddie Mac nel trimestre in esame sono state diverse operazioni superiori a \$1 miliardo, con scadenze da 1,5 a 30 anni. Ad esempio, l'agenzia ha emesso quattro *medium-term note* del valore nominale di \$4 miliardi ciascuna, le cui scadenze andavano dai due anni (con uno spread di 24,5 punti base sui titoli del Tesoro USA) ai 10 anni (con uno spread di 36,5 punti base).

Il rischio di un deprezzamento del dollaro USA non sembra aver avuto un impatto negativo di rilievo sulle emissioni obbligazionarie internazionali in questa valuta, la cui quota è rimasta piuttosto stabile nel 2005. Nel quarto trimestre la proporzione di obbligazioni e note emesse in dollari da prenditori statunitensi è anzi salita leggermente, dal 77 al 79%, mentre quella dei mutuatari di altri paesi esclusa l'area dell'euro è rimasta invariata, e le emissioni in dollari di soggetti dell'area dell'euro hanno subito una lieve flessione dovuta alla forte ripresa dei collocamenti in euro (grafico 3.5). A favorire la domanda di emissioni in dollari negli ultimi mesi è stato forse il maggiore rendimento che i titoli di Stato USA hanno continuato a offrire rispetto a quelli dell'area dell'euro.

Le emissioni globali in dollari USA rimangono stabili

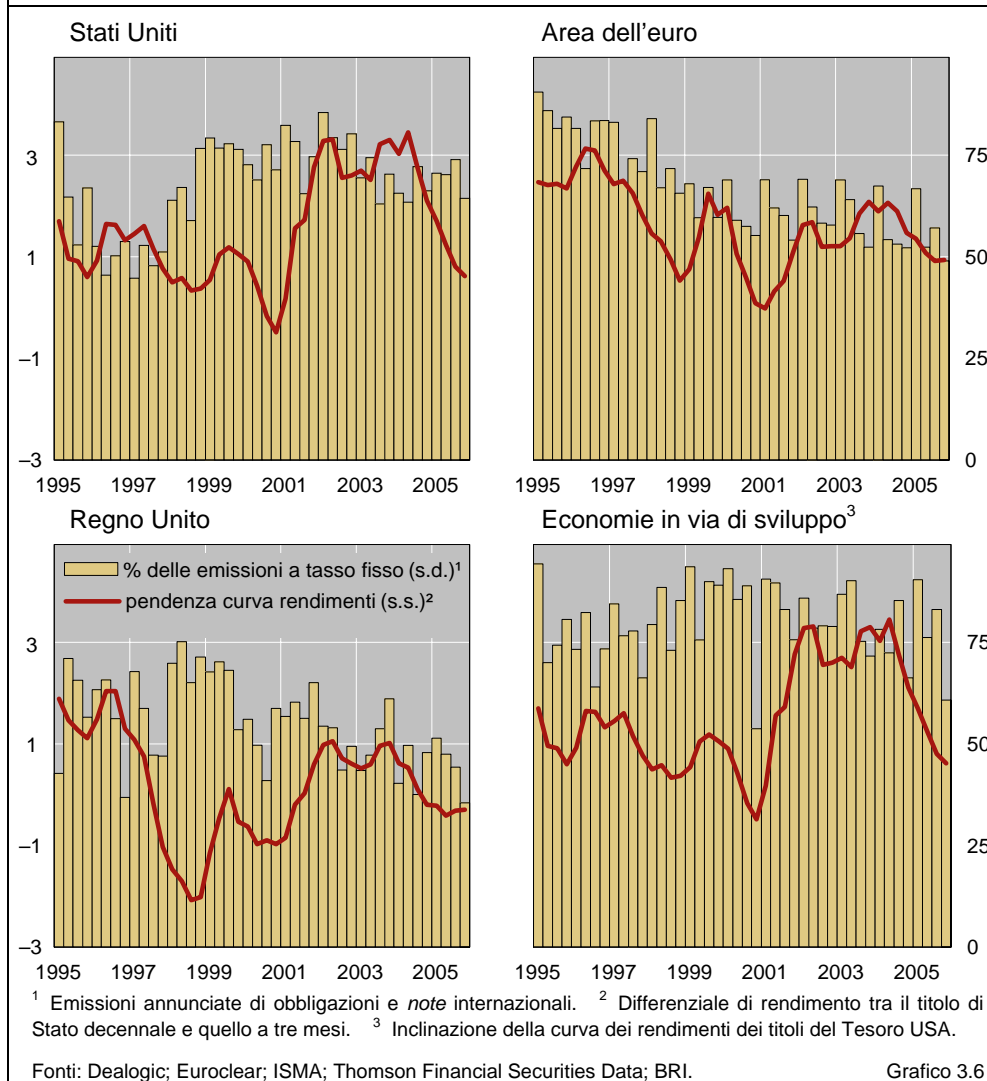
Cala la quota di emissioni USA a tasso fisso con l'appiattirsi della curva dei rendimenti

L'inclinazione della curva dei rendimenti è una determinante potenziale del volume relativo dell'offerta di obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile osservabile nel mercato. In effetti, il continuo appiattimento della curva dei titoli del Tesoro USA nel quarto trimestre si è accompagnato a un calo dal 74 al 64% della quota di obbligazioni internazionali ordinarie a tasso fisso emesse da soggetti statunitensi (grafico 3.6), nonché a una notevole riduzione di quella di collocamenti a tasso fisso dei paesi in via di sviluppo. A livello mondiale, la

Crescono le emissioni a tasso variabile con l'appiattirsi della curva dei Treasuries

Emissioni di obbligazioni a tasso fisso e curva dei rendimenti

In percentuale



percentuale di emissioni a tasso fisso sull'insieme delle emissioni di obbligazioni e *note* internazionali è diminuita dal 65 al 53% (tabella 3.1)⁴.

Osservando gli andamenti dell'ultimo paio d'anni, tuttavia, si nota che la quota di collocamenti USA a tasso fisso è stata piuttosto stabile, benché anche in questo periodo più lungo la curva dei titoli del Tesoro USA si sia appiattita. Ad esempio, il differenziale di rendimento tra i titoli del Tesoro a 10 anni e quelli a tre mesi è sceso dal recente picco del 3,5% nel secondo trimestre 2004 allo 0,7% nel quarto trimestre dello scorso anno. In base ai modelli standard della struttura per scadenze, i premi a termine per le obbligazioni a più lunga scadenza si sono attestati su livelli straordinariamente bassi, a indicare che gli emittenti avrebbero potuto ottenere finanziamenti a costi relativamente contenuti emettendo titoli a tasso fisso a più lunga scadenza. Ma i fattori che

⁴ Per contro, sebbene l'inclinazione della curva dei rendimenti si sia leggermente accentuata nell'area dell'euro e nel Regno Unito, la quota di emissioni a tasso fisso di tali economie è parimenti calata nel quarto trimestre (cfr. grafico 3.6).

Diversi fattori influenzano la scelta fra tasso fisso e tasso variabile

determinano la quota di collocamenti a tasso fisso sul mercato sono molteplici, e l'inclinazione della curva dei rendimenti è solo uno di essi. Le posizioni negoziali dei mutuatari sul mercato obbligazionario internazionale dipendono dalle condizioni loro applicate nei mercati obbligazionari nazionali, e per forme di finanziamento alternative. Non è inoltre possibile determinare a priori se gli emittenti o gli investitori debbano avere spiccate preferenze riguardo all'esposizione al rischio di tasso di interesse di un dato titolo. Ciò dipenderà dal vantaggio relativo, anche in termini di costo, che prenditori e investitori avranno a coprire questo rischio.

Ripresa delle emissioni nell'area dell'euro

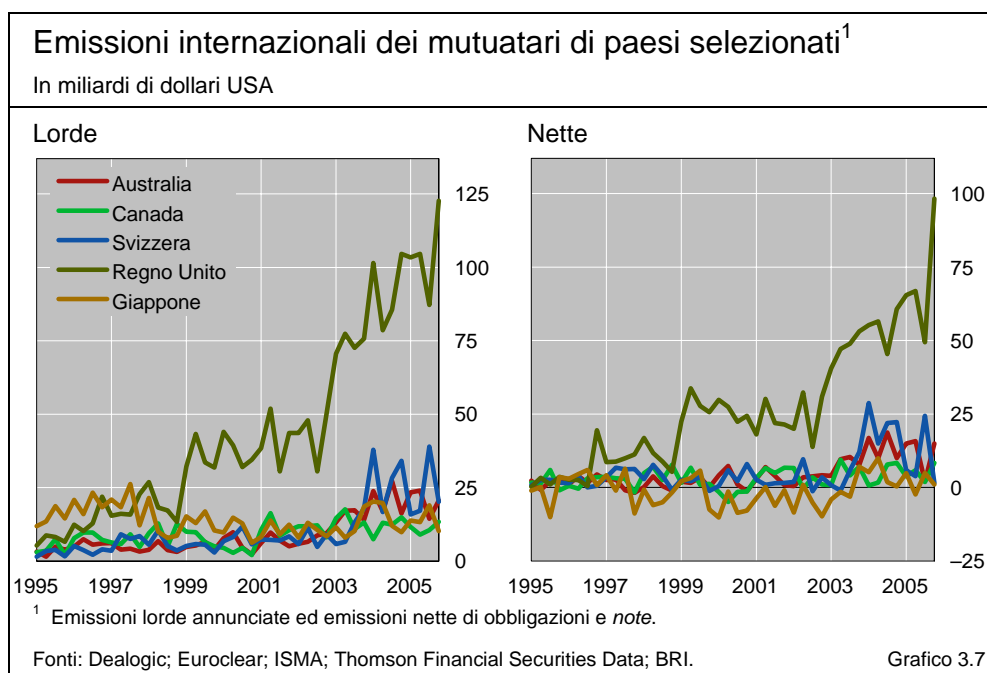
Dopo la marcata debolezza del terzo trimestre, le emissioni lorde di obbligazioni e *note* internazionali da parte di soggetti dell'area dell'euro hanno segnato una vigorosa ripresa nel quarto trimestre, passando da \$298 a 442 miliardi⁵. Come avviene per gli Stati Uniti, anche per l'area dell'euro i collocamenti sul mercato internazionale tendono a essere decisamente inferiori nella seconda metà dell'anno. La maggior parte dei governi dell'area cerca ad esempio di anticipare i collocamenti al primo semestre. Poiché nel quarto trimestre i rimborsi dei mutuatari dell'area dell'euro sono stati relativamente modesti, la raccolta netta è risultata pressoché quintuplicata, alimentata dalle impennate registrate in tutti i grandi paesi dell'area: le emissioni nette sono state moltiplicate per 24 in Germania, per sette in Francia e per tre in Spagna (cfr. tabella 15B dell'Allegato statistico), mentre in Italia sono passate da -\$9,7 a +\$27,3 miliardi. Le economie minori della regione hanno parimenti registrato un rialzo spettacolare delle emissioni nette.

Quintuplicata la raccolta netta nell'area dell'euro, trainata soprattutto dalla Germania

Vari sono i fattori che potrebbero spiegare l'elevato volume di collocamenti dell'area dell'euro nel quarto trimestre. Fra questi vi sarebbe il tentativo dei prenditori di ottenere fondi prima dell'atteso aumento dei tassi da parte della BCE, avvenuto il 1° dicembre, e pertanto prima che le condizioni di finanziamento divenissero per questo meno favorevoli. Oppure potrebbe trattarsi semplicemente di uno dei vari segnali apparsi recentemente di una ripresa economica più marcata nell'area dell'euro.

Nel quarto trimestre la singola emissione più ingente sul mercato internazionale (pari a €6 miliardi o \$7,2 miliardi) è stata perfezionata dal Tesoro italiano. Smile 2005 Synthetic BV, società veicolo olandese, ha emesso una *collateralised loan obligation* in sei tranche per complessivi €6,8 miliardi, garantita da un portafoglio di prestiti in euro della banca ABN Amro. La maggior parte dell'emissione è stata collocata nelle tranche più senior (€6,3 miliardi), quotate AAA/Aaa dalle tre principali agenzie di rating. La tranche Class A1 è stata lanciata con uno spread di 14 punti base sull'Euribor a tre mesi.

⁵ Gli effetti di cambio non hanno inciso in misura considerevole sulla variazione delle emissioni espresse in dollari USA: nel corso del trimestre il deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro è infatti stato di appena il 2%.



Aumenta la raccolta britannica, diminuisce quella giapponese

I prestatori britannici chiudono positivamente un anno di attività intensa ...

Per quanto riguarda le altre economie sviluppate, i prestatori del Regno Unito sono stati particolarmente attivi sul mercato internazionale dei titoli di debito nel quarto trimestre: la loro raccolta è aumentata del 40% in termini lordi ed è quasi raddoppiata in termini netti (grafico 3.7). Le istituzioni finanziarie sono state all'origine della grande maggioranza delle emissioni del Regno Unito, fra cui due ingenti collocamenti *multi-tranche* di Gracechurch Mortgage Funding plc e Holmes Financing (No 9) plc per \$7,9 e 6,5 miliardi rispettivamente. Le emissioni nette sono altresì aumentate significativamente in Australia e Canada, mentre sono scese del 94% in Svizzera e dell'80% in Giappone.

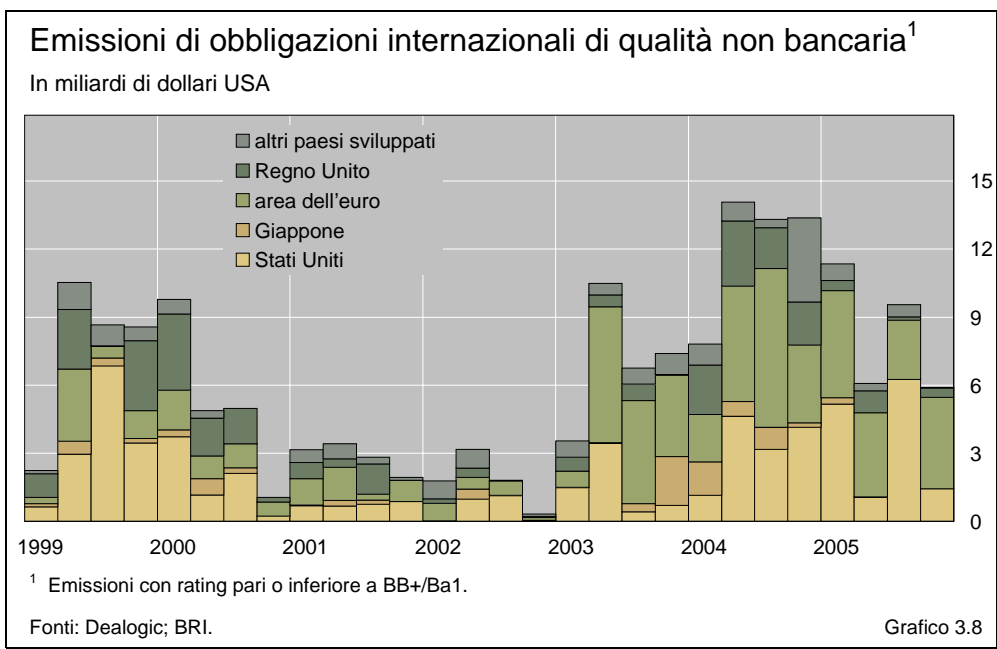
... mentre la raccolta giapponese rimane debole

Con il quarto trimestre si è così concluso per il Giappone un anno decisamente sottotono sul mercato internazionale. I collocamenti netti di obbligazioni e *note* internazionali di prestatori del paese sono ammontati nel 2005 a soli \$8,5 miliardi, rispetto ai \$215 miliardi della Germania, ai \$268 miliardi degli Stati Uniti e ai \$280 miliardi del Regno Unito. Quasi l'80% delle emissioni nette di mutuatari giapponesi sul mercato internazionale nel 2005 è stata opera di istituzioni finanziarie, mentre la parte restante è pressoché interamente ascrivibile alle imprese. I principali prestatori sono stati le consociate finanziarie di Toyota, Bank of Tokyo Mitsubishi e Resona Bank Ltd.

Raffreddamento del mercato dei titoli ad alto rendimento

Il calo del quarto trimestre conclude un anno altalenante per le emissioni *high-yield*

I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* internazionali ad alto rendimento da parte di emittenti delle economie sviluppate sono calati del 39% nel quarto trimestre, sebbene la flessione non sia stata tanto marcata quanto quella del secondo trimestre 2005, all'epoca dei declassamenti di rating nel settore



automobilistico USA (grafico 3.8). Il raffreddamento del mercato primario ha avuto luogo nonostante gli spread sul mercato secondario si siano mossi entro un intervallo ristretto nel periodo. Per l'insieme del 2005 le emissioni ad alto rendimento sono scese del 32% rispetto al 2004, pur rimanendo superiori a ogni altro anno precedente.

Nell'area dell'euro, i collocamenti ad alto rendimento sono invece saliti nel quarto trimestre, risultando per il 2005 inferiori di appena il 14% al livello record dell'anno precedente. La crescita del mercato europeo dei titoli *high-yield* ha preso il via con l'avvento dell'euro nel 1999 e ha raggiunto ritmi notevoli nel 2003. Tra le operazioni perfezionate da mutuatari dell'area dell'euro nel quarto trimestre vi è stata l'emissione in tre tranches lanciata da TUI AG, una società di viaggi tedesca, per un ammontare di €1,3 miliardi (\$1,53 miliardi). Standard & Poor's e Moody's hanno quotato due delle tranches BB/Ba2 e la rimanente B1. L'impresa italiana Wind Acquisition Finance SA ha emesso un'obbligazione in due tranches, una denominata in euro per €825 milioni (\$976 milioni), l'altra in dollari USA per \$500 milioni, entrambe quotate B-/B3 da Fitch e Moody's.