

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* sul mercato internazionale dei titoli di debito sono aumentate del 24% nel primo trimestre 2006, a \$1 221 miliardi (tabella 3.1). Si tratta di un livello record, che dimostra come i mutuatari abbiano continuato a beneficiare di un facile accesso ai mercati creditizi internazionali e di condizioni di finanziamento favorevoli. Un contributo importante a questa crescita è provenuto, sul piano geografico, dagli Stati Uniti, e su quello settoriale, dalle imprese. Sebbene ancora modesta rispetto a quella delle altre principali economie industrializzate, la raccolta lorda dei prenditori giapponesi ha segnato un netto recupero, raggiungendo valori prossimi al precedente massimo storico. I mutuatari dei mercati emergenti hanno continuato ad accrescere le loro emissioni lorde a un tasso sostenuto, pari al 19%, approfittando del costante calo degli spread.

In termini netti i collocamenti globali di obbligazioni e *note* sono aumentati del 9% nel trimestre in rassegna, a \$622 miliardi, il livello più alto mai registrato (tabella 3.2). Su base annua l'aumento è stato del 25% a livello mondiale, con tassi di crescita particolarmente elevati negli Stati Uniti e nei mercati emergenti, pari rispettivamente al 126 e 45%. Le emissioni nette di prenditori giapponesi sono cresciute notevolmente, raggiungendo \$10,7 miliardi, un importo superiore al volume complessivo dei sei trimestri precedenti. La raccolta netta nell'area dell'euro ha segnato un rialzo più modesto, del 4%. Tuttavia, alla luce dell'intensa attività che ha contraddistinto l'ultimo trimestre 2005, tale risultato è comunque decisamente ragguardevole.

Vivace attività di emissione dei mutuatari statunitensi

Nonostante un quarto trimestre 2005 insolitamente attivo per gli emittenti statunitensi (cfr. la *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2006), nel primo trimestre 2006 i collocamenti lordi di obbligazioni e *note* internazionali di questi prenditori hanno registrato un rialzo del 34%, a \$327 miliardi. La loro raccolta netta è parimenti cresciuta, del 25%, a \$144 miliardi. Questi tassi di crescita risultano elevati persino su base destagionalizzata. A contribuire all'intensa attività è forse stato il desiderio dei mutuatari USA di assicurarsi un finanziamento a costi relativamente bassi in previsione di aumenti dei tassi di interesse, in un contesto di liquidità ancora abbondante a livello globale.

Intensa attività di emissione USA grazie a condizioni di finanziamento ancora favorevoli

Come già negli ultimi trimestri, le agenzie federali hanno avuto un ruolo di primo piano, essendo all'origine del 28% della raccolta lorda statunitense. Nondimeno, diversamente da quanto osservato di recente, non vi sono state grosse divergenze tra le agenzie: Freddie Mac ha emesso titoli internazionali per \$32 miliardi, Fannie Mae per \$31 miliardi (grafico 3.1). Sebbene simili in termini di dollari, questi valori corrispondono a un calo del 36% rispetto al trimestre precedente per Freddie Mac e a un aumento del 112% per Fannie Mae. Un andamento analogo ha caratterizzato la raccolta netta, scesa per Freddie Mac del 92%, a \$2,2 miliardi, e cresciuta invece da -\$12,8 a 5,1 miliardi per Fannie Mae. Quest'ultima agenzia è ridivenuta prenditrice netta di fondi, mentre la sua eccedenza patrimoniale ha continuato a crescere oltre il livello richiesto dall'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).

Le agenzie federali continuano a essere in primo piano sul mercato statunitense

| Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle <i>note</i> internazionali | | | | | | | |
|---|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| In miliardi di dollari USA | | | | | | | |
| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 |
| | Anno | Anno | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. |
| Totale emissioni annunciate | 3 289,0 | 3 839,4 | 1 077,3 | 978,7 | 798,0 | 985,5 | 1 220,8 |
| Obbligazioni | 1 779,5 | 2 045,4 | 596,6 | 516,7 | 434,1 | 498,1 | 704,8 |
| <i>Note</i> | 1 509,5 | 1 794,0 | 480,7 | 462,0 | 363,9 | 487,4 | 516,0 |
| A tasso variabile | 1 248,9 | 1 465,2 | 335,2 | 411,8 | 273,5 | 444,6 | 444,1 |
| Ordinarie a tasso fisso | 1 982,8 | 2 331,6 | 725,5 | 560,4 | 518,0 | 527,7 | 759,8 |
| Collegate ad azioni ¹ | 57,3 | 42,7 | 16,5 | 6,5 | 6,5 | 13,1 | 16,8 |
| Dollaro USA | 1 146,1 | 1 318,1 | 315,5 | 300,2 | 328,7 | 373,8 | 455,1 |
| Euro | 1 595,7 | 1 838,3 | 568,9 | 533,7 | 307,1 | 428,5 | 567,4 |
| Yen | 111,2 | 114,6 | 30,6 | 27,0 | 30,7 | 26,3 | 24,6 |
| Altre valute | 436,0 | 568,5 | 162,3 | 117,9 | 131,5 | 156,8 | 173,7 |
| Paesi sviluppati | 3 001,5 | 3 453,5 | 954,5 | 888,1 | 708,5 | 902,5 | 1 117,8 |
| Stati Uniti | 772,4 | 836,7 | 214,6 | 169,1 | 209,1 | 243,9 | 327,0 |
| Area dell'euro | 1 471,6 | 1 796,7 | 534,6 | 520,4 | 297,7 | 444,0 | 544,9 |
| Giappone | 62,0 | 53,7 | 13,8 | 12,4 | 17,2 | 10,3 | 23,9 |
| Centri offshore | 38,7 | 50,2 | 11,2 | 13,3 | 12,6 | 13,0 | 10,2 |
| Mercati emergenti | 151,7 | 229,8 | 83,3 | 49,1 | 47,2 | 50,2 | 59,6 |
| Istituzioni finanziarie | 2 678,4 | 3 176,9 | 842,1 | 814,6 | 684,0 | 836,1 | 978,6 |
| Private | 2 273,6 | 2 748,8 | 696,6 | 682,2 | 612,5 | 757,6 | 865,0 |
| Pubbliche | 404,8 | 428,0 | 145,5 | 132,5 | 71,6 | 78,5 | 113,6 |
| Imprese | 269,8 | 233,5 | 51,9 | 56,6 | 48,2 | 76,8 | 117,6 |
| Private | 232,6 | 203,1 | 48,5 | 44,2 | 40,2 | 70,1 | 113,6 |
| Pubbliche | 37,1 | 30,4 | 3,4 | 12,4 | 7,9 | 6,6 | 4,0 |
| Governi | 243,8 | 323,2 | 155,0 | 79,3 | 36,1 | 52,8 | 91,4 |
| Organizzazioni internazionali | 97,0 | 106,0 | 28,3 | 28,2 | 29,7 | 19,8 | 33,1 |
| Emissioni perfezionate | 3 292,6 | 3 826,1 | 1 017,0 | 1 021,2 | 775,5 | 1 012,3 | 1 148,6 |
| <i>Per memoria: rimborsi</i> | <i>1 747,2</i> | <i>2 005,6</i> | <i>521,3</i> | <i>512,6</i> | <i>531,4</i> | <i>440,3</i> | <i>526,4</i> |

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con *warrant* azionario.
 Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.1

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

In miliardi di dollari USA

| | 2004 | 2005 | 2005 | | | | 2006 | Stock a fine marzo 2006 |
|-------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------------|
| | Anno | Anno | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | |
| Totale emissioni nette | 1 545,4 | 1 820,5 | 495,7 | 508,6 | 244,1 | 572,1 | 622,2 | 14 778,0 |
| A tasso variabile | 629,0 | 672,7 | 98,4 | 242,1 | 44,9 | 287,3 | 240,2 | 4 264,3 |
| Ordinarie a tasso fisso | 922,6 | 1 167,4 | 399,5 | 271,6 | 207,7 | 288,6 | 379,9 | 10 185,6 |
| Collegate ad azioni | -6,2 | -19,6 | -2,2 | -5,1 | -8,5 | -3,8 | 2,0 | 328,1 |
| Paesi sviluppati | 1 427,8 | 1 671,8 | 461,7 | 475,9 | 199,6 | 534,6 | 569,9 | 13 153,8 |
| Stati Uniti | 224,4 | 273,9 | 64,0 | 48,9 | 45,4 | 115,6 | 144,4 | 3 602,2 |
| Area dell'euro | 781,0 | 943,9 | 285,4 | 317,7 | 55,8 | 285,1 | 295,2 | 6 528,0 |
| Giappone | 17,4 | 5,9 | 4,8 | -3,2 | 3,1 | 1,3 | 10,7 | 273,2 |
| Centri offshore | 19,0 | 26,9 | 2,8 | 8,4 | 8,8 | 6,9 | 5,2 | 179,3 |
| Mercati emergenti | 75,8 | 94,0 | 29,2 | 15,0 | 17,8 | 32,0 | 42,4 | 902,7 |
| Istituzioni finanziarie | 1 298,8 | 1 584,0 | 394,8 | 446,1 | 230,2 | 512,9 | 495,2 | 11 135,4 |
| Private | 1 089,6 | 1 393,4 | 318,1 | 369,1 | 219,6 | 486,6 | 445,8 | 9 502,8 |
| Pubbliche | 209,2 | 190,5 | 76,7 | 76,9 | 10,7 | 26,3 | 49,4 | 1 632,6 |
| Imprese | 73,6 | 58,3 | 7,8 | 13,6 | -3,4 | 40,3 | 62,3 | 1 587,0 |
| Private | 55,8 | 57,2 | 15,9 | 6,7 | -5,0 | 39,6 | 61,8 | 1 354,5 |
| Pubbliche | 17,8 | 1,1 | -8,1 | 6,8 | 1,6 | 0,8 | 0,5 | 232,5 |
| Governi | 150,2 | 150,4 | 91,1 | 39,7 | -0,7 | 20,3 | 60,0 | 1 513,5 |
| Organizzazioni internazionali | 22,8 | 27,8 | 2,0 | 9,3 | 17,9 | -1,4 | 4,7 | 542,1 |

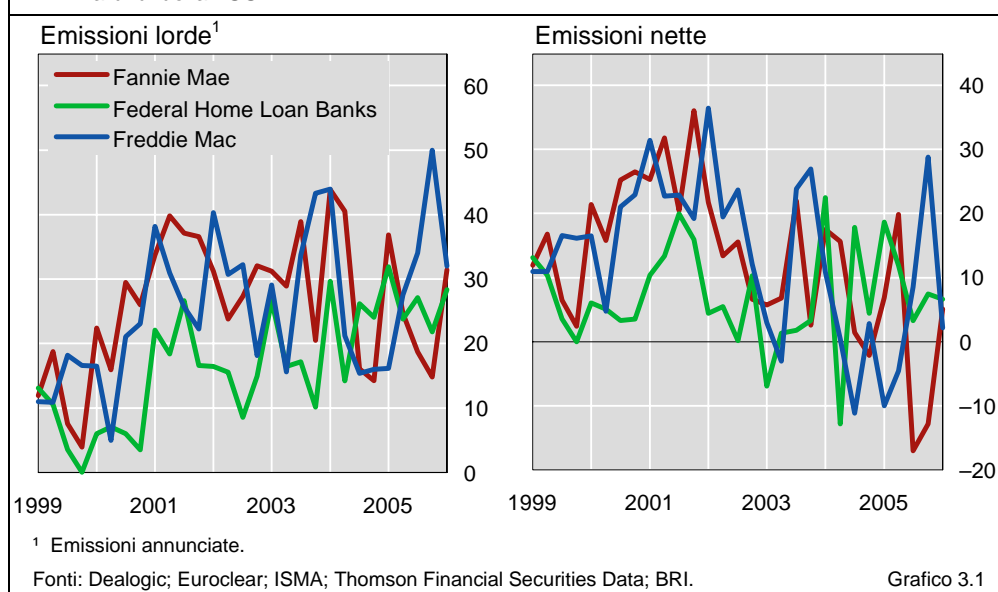
Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

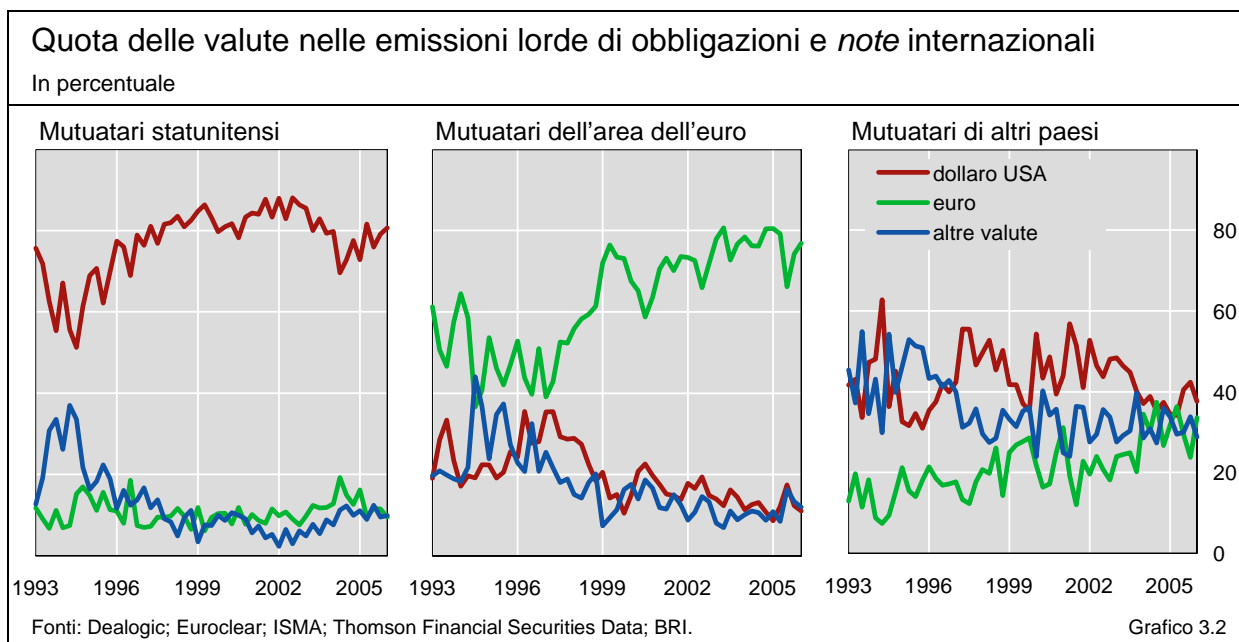
Tabella 3.2

Le agenzie hanno effettuato diversi nuovi collocamenti di importo molto elevato nel primo trimestre 2006. Ad esempio, Freddie Mac ha emesso tre *medium-term note* (MTN) con valore nominale di \$5 miliardi ciascuna e una

Obbligazioni e note internazionali delle agenzie federali statunitensi

In miliardi di dollari USA





note del valore di \$4 miliardi. Nel caso di Fannie Mae la crescita della raccolta si è altresì accompagnata a un aumento del numero di operazioni.

Nonostante i timori di alcuni operatori per il rischio di un aggiustamento del dollaro USA, la quota di collocamenti obbligazionari internazionali in questa moneta è rimasta sostanzialmente stabile. Nel caso dei prenditori statunitensi, essa è leggermente aumentata, dal 79 all'81%, prevalentemente a scapito della quota in euro (grafico 3.2). Tuttavia, tra i residenti di altri paesi si è osservata la tendenza opposta. Di conseguenza la quota totale di emissioni in dollari USA sul mercato internazionale dei titoli di debito ha subito un calo solo lieve, dal 38 al 37%, mentre quella dei prestiti in euro è aumentata dal 43 al 46%. Proseguendo una tendenza già osservata, la parte di emissioni in yen ha subito un'ulteriore flessione, toccando il minimo storico del 2%.

Emissioni in dollari stazionarie, di fronte ai timori di un aggiustamento della valuta USA

Impennata dell'indebitamento delle imprese

Sulla scia di un aumento del 59% nell'ultimo trimestre 2005, i collocamenti lordi di obbligazioni e note internazionali di imprese non finanziarie hanno messo a segno un ulteriore rialzo del 53% nel primo trimestre 2006, raggiungendo il livello record di \$118 miliardi. Anche su base netta l'incremento è stato straordinario (54%), portando le emissioni a \$62 miliardi. Questo vigore è ancor più significativo se si considerano i precedenti profili stagionali, in base ai quali la raccolta netta delle imprese nel primo trimestre è generalmente inferiore alla media¹. All'aumento ha contribuito l'intensificarsi dell'attività di fusione e acquisizione, nonché la volontà dei mutuatari di assicurarsi tassi favorevoli².

Raccolta record delle imprese ...

... con l'intensificarsi di fusioni e acquisizioni

¹ Cfr. il riquadro "Stagionalità nelle emissioni internazionali di obbligazioni e note" nel capitolo "Il mercato internazionale dei titoli di debito", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2005.

² Cfr. il "Quadro generale degli sviluppi", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2006.

Si sono evidenziate diverse grandi operazioni, tra cui tre obbligazioni da \$3 miliardi ciascuna, due emesse da Cisco Systems (con scadenza a cinque e dieci anni) e una da Home Depot. Tra i collocamenti di prenditori non statunitensi si segnala quello della spagnola Telefónica Emisiones, che ha emesso una MTN in quattro tranche denominate in euro e sterline per un valore facciale di \$7 miliardi. Forse a indicare l'influsso di fusioni e acquisizioni sulla raccolta societaria, questa operazione si iscriveva all'interno di un programma in corso volto a raccogliere €15 miliardi di debito per rifinanziare una quota dell'acquisizione da parte di Telefónica dell'operatore britannico di telecomunicazioni O₂ (del controvalore di £17,8 miliardi). Più in generale, le imprese *high-tech* dei settori delle telecomunicazioni e dell'informatica sono state attive sul mercato internazionale, ottenendo finanziamenti per un totale di quasi \$30 miliardi, talvolta con operazioni superiori a \$1 miliardo.

L'attività nell'area dell'euro rimane sostenuta

Restano vigorose le emissioni nell'area dell'euro ...

Nel primo trimestre le emissioni di obbligazioni e *note* internazionali di soggetti dell'area dell'euro sono aumentate in termini lordi del 23%, a \$545 miliardi, e in termini netti del 4%, a \$295 miliardi, di fronte all'intensificarsi delle aspettative di rialzi dei tassi da parte della BCE e al progressivo venir meno dell'appiattimento della curva dei rendimenti in euro. In tale contesto, i mutuatari dell'area sembrerebbero aver accresciuto gli sforzi per assicurarsi finanziamenti a buon mercato, come testimonia il balzo dal 49 al 63% della quota di emissioni a tasso fisso, che potrebbe tuttavia in parte ascrivere a fattori stagionali (grafico 3.3).

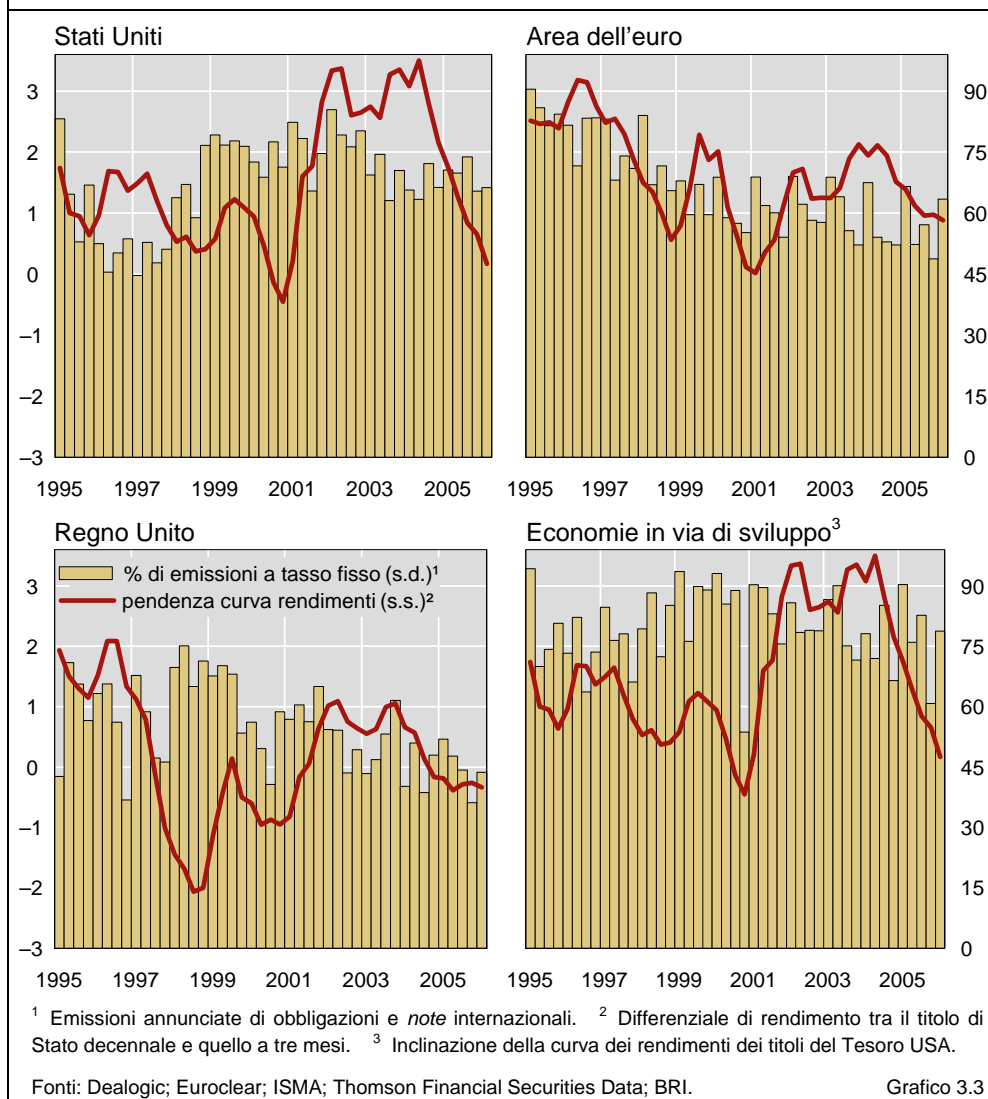
... sospinte principalmente dal settore pubblico tedesco ...

A livello di singoli paesi, è stata la Germania a registrare in termini assoluti il maggior incremento (pari a \$51 miliardi) della raccolta lorda, seguita dalla Spagna (\$32 miliardi). Alcune operazioni pubbliche di importo molto elevato hanno contribuito all'impennata delle emissioni tedesche. Nel trimestre in esame KfW Bankengruppe, istituzione finanziaria di proprietà statale, e la Repubblica federale di Germania hanno emesso ciascuna obbligazioni con valore facciale di €5 miliardi. Nello stesso periodo KfW ha collocato diversi altri titoli di debito internazionali, per un totale di oltre \$21 miliardi, ossia il 40% circa del suo obiettivo di finanziamento per il 2006. In Spagna sono stati i soggetti privati all'origine della maggior parte delle emissioni: quattro obbligazioni di ammontare unitario superiore ai \$3 miliardi sono state collocate da banche private. Sebbene le istituzioni finanziarie abbiano avuto un ruolo predominante tra i prenditori spagnoli, un emittente non finanziario di rilievo è stato Telefónica Emisiones, con l'operazione di \$7 miliardi summenzionata.

... e da quello privato spagnolo

Emissioni obbligazionarie a tasso fisso e inclinazione della curva dei rendimenti

In percentuale

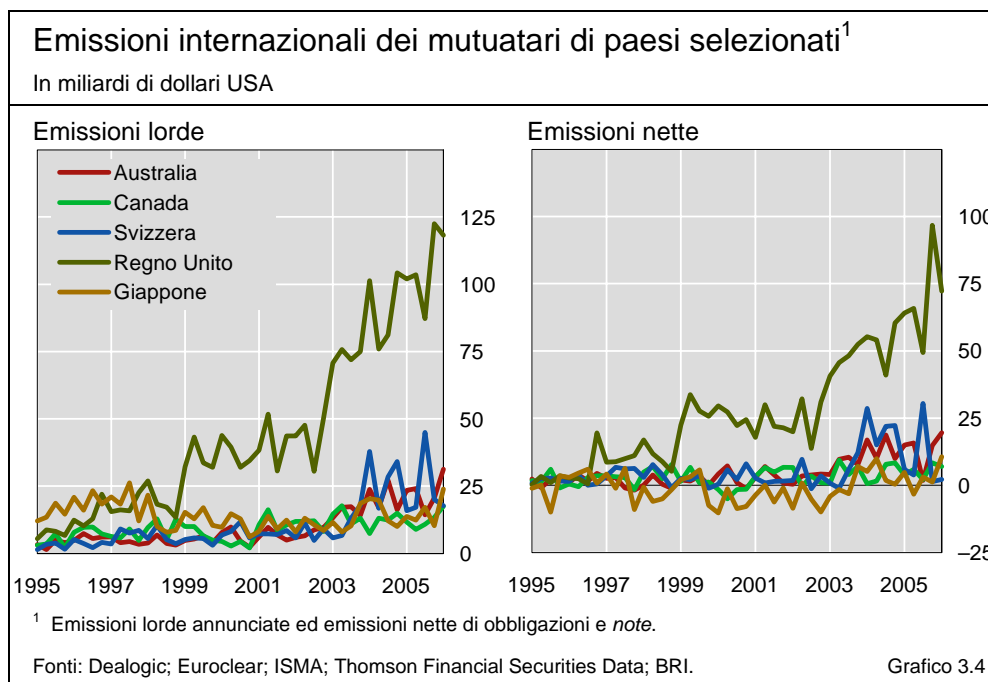


Emissioni giapponesi in crescita

Dopo un periodo di scarsa presenza sul mercato delle obbligazioni e delle *note* internazionali, nel primo trimestre 2006 la raccolta dei mutuatari giapponesi ha segnato una marcata ripresa, su base sia lorda sia netta. Rispetto al trimestre precedente, le emissioni lorde sono aumentate del 133%, a \$23,9 miliardi, mentre quelle nette si sono ottuplicate, toccando i \$10,7 miliardi (grafico 3.4). Il recupero dei collocamenti nipponici ha coinciso con un periodo di notizie prevalentemente positive sull'economia del paese e con l'annuncio della fine della politica di allentamento quantitativo della Bank of Japan.

Come nei trimestri precedenti, la quasi totalità della raccolta è riconducibile alle istituzioni finanziarie, con il 91% dell'attività lorda, e la parte rimanente alle imprese di altro tipo. Le istituzioni finanziarie giapponesi hanno altresì perfezionato una serie di collocamenti di importo molto elevato, il più

Recupera la raccolta giapponese con il miglioramento delle prospettive economiche



ingente dei quali ammontava a \$4,2 miliardi. Degna di nota fra le operazioni riconducibili a imprese non finanziarie è stata l'emissione di quattro obbligazioni convertibili di ¥50 miliardi ciascuna (controvalore totale di \$1,7 miliardi) da parte di Keystone Capital Corporation, società veicolo finanziaria di Fuji Photo Film Co. A testimonianza forse della ripresa degli investimenti societari in Giappone, i ricavi di quest'operazione sono stati destinati all'ampliamento della capacità produttiva di Fuji.

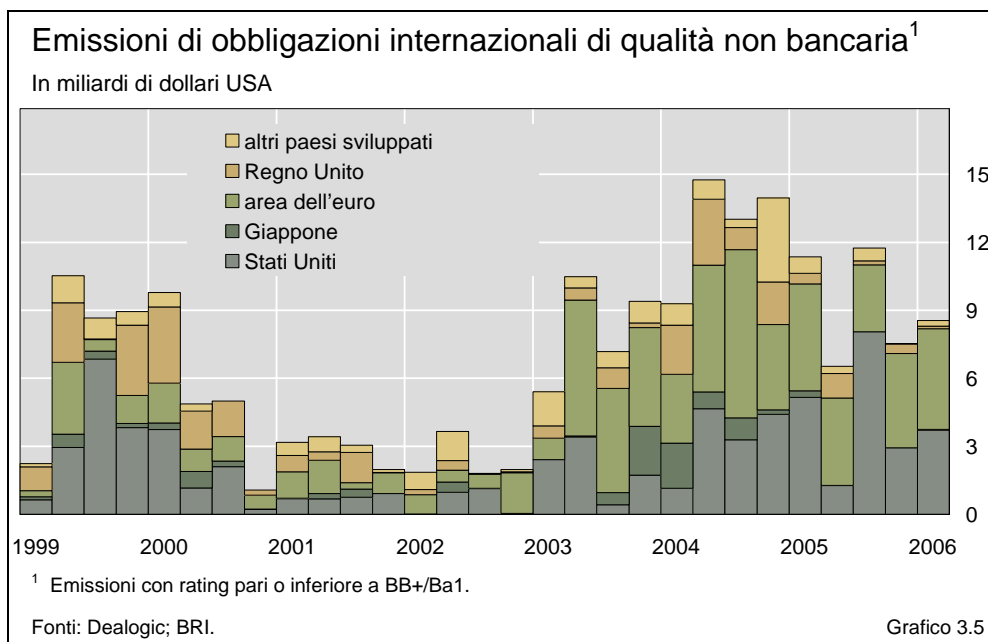
Cala l'indebitamento
in yen di mutuatari
giapponesi ...

... a favore dell'euro

Oltre a incrementare l'attività sul mercato obbligazionario internazionale, i mutuatari nipponici hanno significativamente ridotto (dal 43 al 32%) l'indebitamento in yen – sceso a uno dei livelli più bassi degli ultimi 10 anni –, mostrando una crescente preferenza per l'euro. Ciò potrebbe parzialmente riflettere la variazione del vigore relativo della moneta europea nei confronti dello yen, in quanto generalmente la raccolta si intensifica nelle valute che si apprezzano³.

Come in altre economie sviluppate, nel Regno Unito i mutuatari hanno lievemente ridotto le emissioni dopo un quarto trimestre particolarmente attivo (grafico 3.4). I prenditori australiani sono stati al contrario molto più presenti sui mercati internazionali, incrementando la loro raccolta lorda del 51%. Un importante fattore all'origine di ciò è stato l'aumento dei collocamenti di titoli garantiti da ipoteche residenziali da parte delle banche australiane, in un contesto di calo degli spread applicati a tali prodotti. Sono state portate a termine diverse ingenti operazioni di questo tipo, compreso un collocamento di \$4,1 miliardi di controvalore effettuato da Commonwealth Bank of Australia tramite un suo veicolo finanziario.

³ Cfr. B. H. Cohen, "Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2005.



Ripresa delle emissioni ad alto rendimento

I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* internazionali ad alto rendimento di emittenti delle economie sviluppate sono cresciuti del 13% nel primo trimestre 2006, dopo il calo del periodo precedente, in gran parte per l'aumento del 27% della raccolta di prenditori statunitensi di qualità non bancaria (grafico 3.5). Le emissioni *high-yield* sono salite del 6% nell'area dell'euro, mentre hanno subito una flessione del 72% nel Regno Unito. Dopo due trimestri consecutivi di assenza, i mutuatari giapponesi si sono riaffacciati, seppur discretamente, in questo comparto.

Gli Stati Uniti hanno fatto registrare il maggior aumento dei collocamenti di qualità non bancaria nel primo trimestre, ma oltre il 50% dei volumi complessivi in questo segmento continua a far capo all'area dell'euro. Operazioni di rilievo sono state perfezionate da Fiat, con un'obbligazione di €1 miliardo, e dall'impresa tedesca di proprietà statunitense Iesy Hessen GmbH, attiva nel settore della televisione via cavo, che ha collocato diverse *note* a tasso variabile per €1,35 miliardi a fini di rifinanziamento.

Prosegue la crescita della raccolta nei mercati emergenti

Dopo un anno record, l'attività di emissione di obbligazioni e *note* internazionali dei mutuatari dei mercati emergenti è proseguita sostenuta nel primo trimestre 2006. Rispetto al periodo precedente, essa è cresciuta del 19% su base lorda e di ben il 33% su base netta, raggiungendo nuovi massimi, rispettivamente pari a quasi \$60 e 42 miliardi (grafico 3.6).

Già da qualche tempo il miglioramento dei fondamentali favorisce il vigore di questo comparto, che di recente sembra altresì aver beneficiato in certa misura della ricerca di rendimento da parte degli investitori internazionali. In

Mutuatari USA all'origine della ripresa del comparto *high-yield*

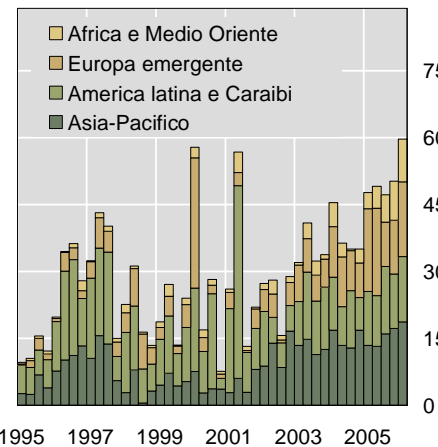
Le emissioni dei mercati emergenti raggiungono livelli record ...

... mentre continua la ricerca di rendimento degli investitori

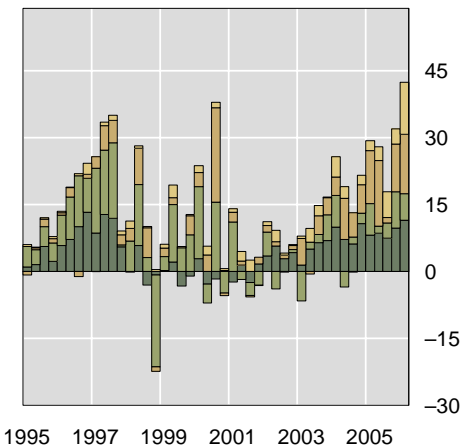
Mercati emergenti: emissioni di obbligazioni e note internazionali¹

In miliardi di dollari USA

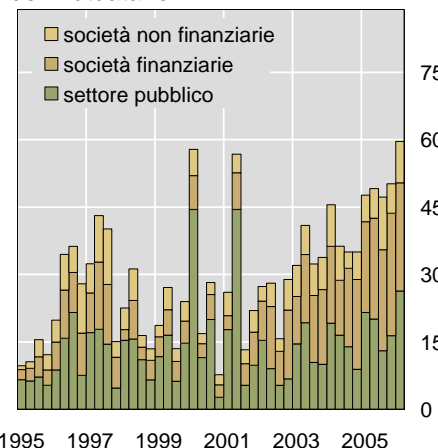
Emissioni lorde, in base alla nazionalità del mutuatario



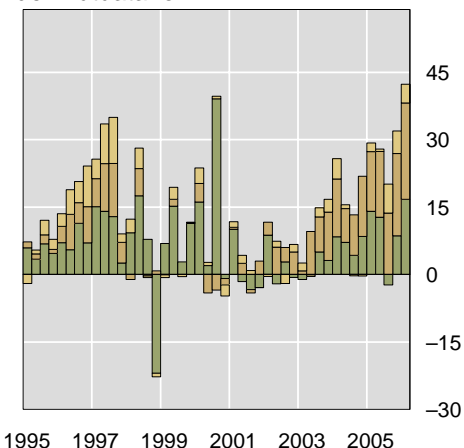
Emissioni nette, in base alla nazionalità del mutuatario



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 3.6

effetti, gli spread sulle obbligazioni dei mercati emergenti sono scesi a nuovi minimi nel periodo in esame, mentre sono salite a livelli record le sottoscrizioni di quote di fondi comuni (cfr. il “Quadro generale degli sviluppi”). La crescente propensione al rischio degli investitori potrebbe persino aver spinto gli spread al di sotto dei livelli che sembrerebbe giustificare l’esperienza storica⁴.

Le emissioni lorde sono aumentate nell’insieme delle aree geografiche, prima fra tutte l’Europa emergente con un rialzo del 39%. Su base netta, è stata la regione Africa e Medio Oriente a mettere a segno l’incremento più cospicuo (240%) dei collocamenti, che hanno raggiunto complessivi \$11,6 miliardi. La raccolta netta è parimenti cresciuta nell’Europa emergente e nell’Asia-Pacifico, mentre è scesa in America latina.

Da un punto di vista settoriale gran parte dell’aumento è ascrivibile ai governi, che hanno accresciuto le emissioni lorde in tutte le regioni, specie

Attività vivace nell’Europa emergente e in Africa e Medio Oriente ...

⁴ Cfr. “Quadro generale degli sviluppi”, *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2006.

nell'Europa emergente (+130%) e in Africa e Medio Oriente (+107%). Sebbene in quest'ultima regione abbiano avuto un ruolo importante anche le imprese, esse hanno ridotto il loro indebitamento nell'Europa emergente e in Asia. Nel contempo, l'impatto delle istituzioni finanziarie sull'andamento generale della raccolta nei mercati emergenti è stato modesto.

... alimentata soprattutto dai collocamenti pubblici

Nella regione Africa e Medio Oriente le emissioni sono state sostenute dalla ristrutturazione del debito della Repubblica dell'Iraq, che ha lanciato un prestito obbligazionario a 22 anni in dollari USA per \$2,7 miliardi. Come in molte altre aree, l'attività di fusione e acquisizione ha contribuito alla crescita della raccolta durante il primo trimestre. L'israeliana Teva Pharmaceutical Industries ha ad esempio attinto al mercato un totale di \$2,9 miliardi al fine di finanziare l'acquisizione di un'impresa farmaceutica statunitense.

Nell'Europa emergente diverse ingenti operazioni sono state portate a termine dai governi. La Repubblica di Polonia ha emesso una MTN decennale per €3 miliardi, mentre la Repubblica slovacca, la Repubblica di Turchia e la Repubblica di Ungheria, hanno tutte perfezionato collocamenti superiori a \$1 miliardo. I mutuatari sovrani sono stati altresì attivi in America latina, dove si segnalano, tra le altre, l'emissione obbligazionaria degli Stati Uniti Messicani con scadenza a 11 anni e valore di \$3 miliardi e quella della Repubblica federativa del Brasile, con scadenza a 31 anni e valore di \$1 miliardo. Un'altra presenza di rilievo in questa regione è stata quella della compagnia petrolifera messicana Pemex, che ha raccolto fondi per un totale di \$1,5 miliardi.

La Repubblica delle Filippine e la Repubblica di Indonesia hanno effettuato le operazioni più ingenti dell'Asia. All'inizio dell'anno, molto prima delle tensioni politiche che sarebbero emerse, le Filippine hanno emesso due obbligazioni, una a 25 anni per \$1,5 miliardi e una a 10 anni per €500 milioni, con rendimento rispettivamente del 7,875 e 6,375%, soddisfacendo i due terzi dell'obiettivo di finanziamento sul mercato obbligazionario internazionale fissato dal paese per il 2006. L'Indonesia ha collocato due obbligazioni per \$1 miliardo ciascuna con scadenze a 11 e 29,5 anni, in un clima di crescente instabilità politica in Thailandia e nelle Filippine. Nonostante le tensioni nella regione, l'operazione ha riscosso successo, come si evince dal prezzo ricevuto e dal fatto che le richieste di sottoscrizione abbiano superato ampiamente l'offerta. L'obbligazione a 11 anni presentava uno spread di 235 punti base sui titoli del Tesoro USA, mentre quella a più lunga scadenza aveva un differenziale di 264 punti base, inferiore di circa 140 punti a quello dell'emissione trentennale lanciata dall'Indonesia nell'ultimo trimestre 2005. A ciò ha contribuito la forte domanda dei fondi comuni, i quali hanno sottoscritto oltre i due terzi degli importi offerti.

Operazioni ingenti di Indonesia e Filippine ...

... nonostante le tensioni politiche nella regione

La scadenza media delle obbligazioni e delle *note* internazionali emesse da soggetti dei mercati emergenti è notevolmente aumentata, dagli 8,5 anni del trimestre precedente a 13,5 anni, mentre nei mercati sviluppati si è leggermente ridotta. L'allungamento delle scadenze nei mercati emergenti ha

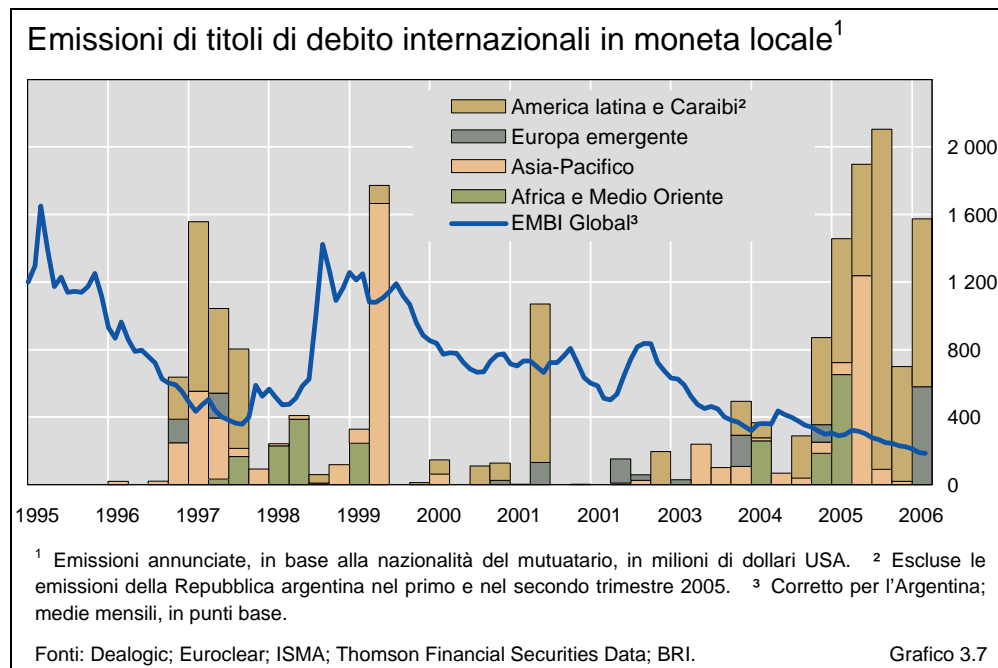
I prenditori dei mercati emergenti allungano le scadenze, date le condizioni favorevoli

interessato tutte le regioni e tutte le tipologie di emittenti⁵. Ciò può aver rispecchiato la volontà di assicurarsi fondi a condizioni favorevoli, in quanto si è forse considerato che fossero in aumento sia la probabilità di un rialzo dei tassi di interesse nei mercati sviluppati sia il rischio di un ampliamento degli spread. Al tempo stesso, quest'evoluzione testimonia di una forte domanda degli investitori per titoli emergenti a più lunga scadenza, segnalando un'elevata propensione al rischio.

Ripresa delle emissioni in moneta locale ...

... grazie al ritorno in questo comparto dei mutuatari dell'Europa emergente

I collocamenti di titoli di debito internazionali in moneta locale di mutuatari dei mercati emergenti hanno segnato un recupero nel primo trimestre 2006, dopo tre mesi di calma temporanea (grafico 3.7). La ripresa in questo segmento si deve a un incremento del 46% delle emissioni dell'America latina, nonché al ritorno dei mutuatari dell'Europa emergente, dopo quattro trimestri consecutivi di assenza. Complessivamente, i soggetti europei hanno raccolto in valuta locale \$580 milioni, in gran parte ascrivibili all'emissione in rubli della società veicolo russa Red Arrow International Leasing PLC, pari a \$488 milioni, finalizzata all'acquisto di materiale rotabile da concedere in *leasing* alla società ferroviaria nazionale. Le emissioni latinoamericane in moneta locale del primo trimestre sono attribuibili quasi interamente alla raccolta in peso colombiani della Repubblica di Colombia, a quella in peso messicani di Teléfonos de México SA de CV, nonché alle emissioni in real di varie istituzioni finanziarie brasiliane.



⁵ Per un'analisi dell'estensione della struttura per scadenze del debito pubblico in America latina, cfr. la sezione monografica sui mercati obbligazionari interni della regione di Serge Jeanneau e Camilo Tovar in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

