

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Grazie alla ripresa dell'economia mondiale e alle favorevoli condizioni di finanziamento, nel primo trimestre 2004 i flussi di capitale nei mercati internazionali dei titoli di debito sono rimasti su livelli eccezionalmente elevati. Le emissioni nette sono salite a \$517,9 miliardi, segnando così il secondo record trimestrale consecutivo (tabella 3.1). Le emissioni annunciate di

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito								
in miliardi di dollari USA								
	2002	2003	2003				2004	Stock a fine marzo 2004
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale emissioni nette	1 011,4	1 470,4	357,7	349,6	303,4	459,8	517,9	12 051,5
Strumenti del mercato monetario ¹								
Commercial paper	1,7	75,4	55,4	3,7	-32,9	49,2	33,3	595,7
Obbligazioni e notes ¹	23,7	83,3	46,8	13,3	-25,4	48,7	8,9	420,9
A tasso variabile	1 009,7	1 395,1	302,4	345,8	336,3	410,6	484,5	11 455,8
Ordinarie a tasso fisso	198,8	392,7	66,7	74,1	98,1	153,9	154,2	2 961,9
Collegate ad azioni	800,8	981,2	235,4	271,1	233,9	240,8	337,3	8 143,0
Paesi sviluppati	10,2	21,1	0,3	0,6	4,3	15,9	-7,0	351,0
Stati Uniti	945,5	1 364,4	330,6	316,7	281,1	436,0	482,0	10 743,1
Area dell'euro	330,5	274,3	55,8	29,5	90,6	98,5	124,3	3 197,2
Giappone	479,1	768,7	211,9	208,2	124,9	223,8	231,3	5 119,9
Centri offshore	-22,7	-0,8	-3,5	-1,8	-3,7	8,1	6,3	280,0
Mercati emergenti	8,1	16,3	2,8	4,0	0,4	9,1	0,9	133,1
Istituzioni finanziarie	36,9	66,5	14,7	13,5	19,5	18,8	24,9	659,5
Private	833,4	1 189,3	274,0	248,1	256,5	410,7	414,0	8 849,5
Pubbliche	698,0	991,5	225,8	199,6	213,6	352,5	341,4	7 491,1
Imprese	135,4	197,8	48,2	48,5	42,9	58,2	72,7	1 358,4
Private	55,1	110,6	16,1	32,2	21,4	40,9	7,4	1 489,7
Pubbliche	44,4	92,8	8,4	29,5	17,7	37,2	-0,2	1 244,0
Governi	10,7	17,8	7,7	2,7	3,7	3,7	7,6	245,7
Organizzazioni internazionali	102,0	147,3	58,0	54,0	23,0	12,3	86,4	1 196,6
<i>Per memoria: CP sull'interno²</i>	20,9	23,2	9,6	15,3	2,4	-4,2	10,1	515,7
di cui: USA	-102,9	-45,9	13,3	-27,2	-37,0	5,0	33,0	1 913,0
	-91,4	-81,3	-15,7	-41,9	-22,3	-1,5	47,8	1 336,5

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

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

Tabella 3.1

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2002	2003	2003				2004
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Totale emissioni annunciate	2 099,3	2 884,4	759,1	755,9	657,2	712,3	1 018,0
Obbligazioni	1 164,9	1 610,0	436,5	424,6	343,9	405,0	606,5
Notes	934,5	1 274,4	322,6	331,3	313,3	307,3	411,5
A tasso variabile	602,5	963,9	231,5	233,6	241,2	257,6	355,6
Ordinarie a tasso fisso	1 454,1	1 832,5	509,4	505,8	389,1	428,2	645,6
Collegate ad azioni ¹	42,8	88,1	18,2	16,6	26,8	26,6	16,8
Dollaro USA	985,0	1 169,5	332,8	282,2	285,8	268,7	368,5
Euro	806,3	1 289,1	330,4	369,7	272,0	317,0	495,3
Yen	88,3	102,9	23,4	26,0	24,5	29,0	29,3
Altre valute	219,7	322,9	72,4	78,0	74,8	97,7	125,0
Istituzioni finanziarie	1 631,8	2 281,9	581,7	569,9	536,4	593,8	815,3
Private	1 361,2	1 920,0	488,6	467,7	455,3	508,5	688,3
Pubbliche	270,6	361,8	93,1	102,2	81,1	85,4	127,0
Imprese	211,4	270,7	56,7	78,1	67,0	68,8	63,1
di cui: settore telecom	46,0	54,8	23,3	9,5	8,0	14,1	11,6
Private	187,0	220,7	40,8	69,9	53,6	56,5	52,9
Pubbliche	24,5	50,0	15,9	8,3	13,4	12,3	10,1
Governi	171,8	239,4	81,6	79,2	39,0	39,6	109,6
Organizzazioni internazionali	84,3	92,5	39,1	28,6	14,7	10,1	30,1
Emissioni perfezionate	2 098,4	2 865,5	717,8	728,0	684,2	735,5	929,9
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 088,7</i>	<i>1 470,4</i>	<i>415,5</i>	<i>382,1</i>	<i>347,9</i>	<i>324,9</i>	<i>445,4</i>

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

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

Tabella 3.2

obbligazioni e notes, dilatate dalla necessità di rifinanziare cospicui volumi di prestiti in scadenza, hanno superato per la prima volta il trilione di dollari (tabella 3.2). I mutuatari sovrani – specie di Europa e America latina – sono stati fra i più attivi, mentre negli Stati Uniti e in Europa le istituzioni finanziarie hanno continuato a raccogliere fondi in misura consistente. Nel settore non finanziario, per converso, i collocamenti lordi hanno superato i rimborsi solo di stretta misura. Gli emittenti hanno in genere optato per obbligazioni ordinarie a tasso fisso ed è rallentato il ricorso a strutture collegate ad azioni.

La sostenuta attività di emissione è stata favorita dal livello storicamente basso degli spread creditizi su quasi tutta la gamma di rating. Nonostante il lieve aumento segnato nel corso del primo trimestre, i differenziali sono rimasti insolitamente esigui rispetto agli standard dell'ultimo quinquennio (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi"). Ciò è a sua volta riconducibile alla ricerca di alti rendimenti da parte degli investitori, disposti ad assumere posizioni in certa misura più rischiose alla luce di rendimenti nominali straordinariamente bassi sulle attività prive di rischio.

Nel mese di aprile, in un contesto di aumento degli spread e di maggiori incertezze circa i tempi e le implicazioni del passaggio a un orientamento monetario meno accomodante negli Stati Uniti, i collocamenti sono rallentati in gran parte dei settori. Secondo alcuni dati preliminari, le nuove emissioni annunciate in quel mese sono state inferiori del 38% alla media mensile del primo trimestre. Nondimeno, le società a più basso rating e le economie emergenti europee avrebbero continuato la loro attività a ritmo sostenuto.

Vivace attività di istituzioni finanziarie ed emittenti a basso rating

Aumenta la raccolta delle istituzioni finanziarie

Nel primo trimestre la raccolta netta delle istituzioni finanziarie è rimasta su livelli storicamente elevati: \$414 miliardi, contro i \$411 del periodo precedente e una media trimestrale di \$297 miliardi nell'insieme del 2003. Per effetto del forte aumento dei rimborsi programmati, l'attività lorda delle istituzioni finanziarie ha registrato un balzo e le emissioni annunciate di obbligazioni e notes sono salite da \$594 a 815 miliardi. Tra i mutuatari più attivi figurano gli istituti per il finanziamento dell'edilizia residenziale negli USA e le banche europee.

I collocamenti delle imprese non finanziarie sui mercati internazionali dei titoli debitori sono stati invece relativamente ridotti: appena \$7 miliardi su base netta, rispetto ai quasi \$41 miliardi del periodo precedente e una media trimestrale di \$28 miliardi nel 2003. Le emissioni annunciate di nuove obbligazioni e notes sono scese da \$69 a 63 miliardi, nonostante il forte aumento dei rimborsi di titoli in scadenza.

Le imprese di qualità bancaria si rivolgono al mercato interno della CP ...

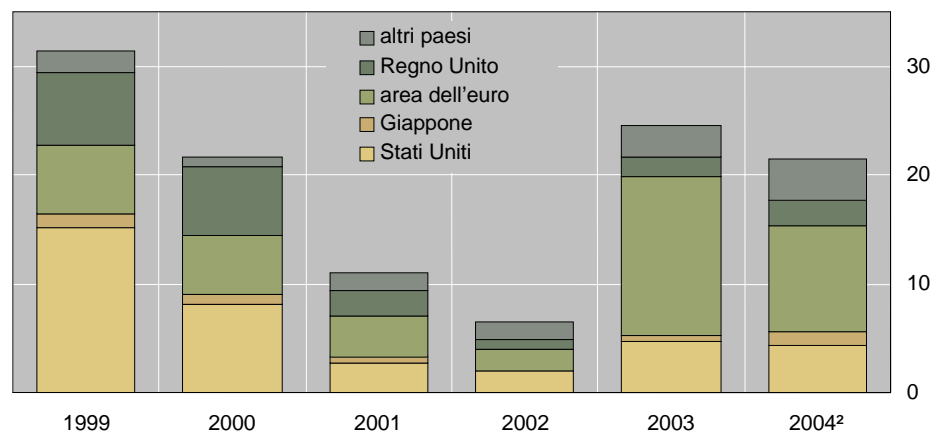
Il basso livello di attività netta del settore societario sul mercato internazionale è stato controbilanciato dalle maggiori emissioni di commercial paper (CP) sul mercato interno da parte di prenditori sia finanziari sia non finanziari. Nel primo trimestre la raccolta netta è salita a \$33 miliardi, dai \$5 miliardi del periodo precedente. Tale risultato è interamente ascrivibile all'impennata dei collocamenti netti di CP negli Stati Uniti, che hanno sfiorato i \$48 miliardi dopo diversi trimestri di flessione in termini di stock. La lenta dinamica delle emissioni obbligazionarie internazionali potrebbe indicare che, nelle fasi iniziali di un'espansione mondiale, le imprese sono riluttanti a indebitarsi a lungo termine e preferiscono finanziare una quota relativamente alta degli investimenti mediante posizioni a breve e fondi interni.

... mentre quelle a più basso rating preferiscono i mercati internazionali

Le imprese a più basso rating, tuttavia, hanno continuato a raccogliere sui mercati internazionali. Nel primo trimestre le emissioni annunciate di nuove obbligazioni high-yield da parte di prenditori dei paesi industriali sono ammontate a \$5,4 miliardi, in linea con la rapida evoluzione del 2003 (grafico 3.1). Come negli anni precedenti, tali titoli sono stati emessi per il 70% circa da imprese non finanziarie. Sorprendentemente, malgrado l'ampliamento degli spread creditizi l'attività del comparto ad alto rendimento non sembra essere rallentata in aprile. L'emissione decennale per €1,3 miliardi con rating B3/B annunciata in aprile dall'italiana SEAT Pagine Gialle rappresenta il più ingente prestito high-yield in assoluto.

Paesi sviluppati: emissioni di obbligazioni internazionali di qualità non bancaria¹

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



¹ Mutuatari con rating pari o inferiore a BB. ² Dati per il 2004 annualizzati in base alle emissioni del primo trimestre.

Fonti: Dealogic; BRI.

Grafico 3.1

Di riflesso alla ripresa dell'economia nipponica, per la prima volta dal 1999 le emissioni nette di titoli di debito dei prenditori giapponesi sono state positive per il secondo trimestre consecutivo, raggiugnandosi a \$6,3 miliardi, di cui \$3,8 ascrivibili a istituzioni finanziarie e \$2,5 a imprese non finanziarie. I collocamenti si sono ripartiti pressoché equamente tra dollaro, euro e yen.

Considerati nel loro insieme, i dati per il trimestre in esame delineano un quadro in cui, sullo sfondo di una ripresa mondiale lenta ma costante, sono stati concessi prestiti ai mutuatari che negli anni precedenti avevano avuto problemi di reperimento di fondi, come ad esempio emittenti a basso rating, proprietari di case in Europa, aziende private finanziate da banche e società giapponesi. Allo stesso tempo, i prenditori che nel 2003 avevano approfittato del calo dei tassi a lunga e dei minori spread (vedi le imprese di qualità bancaria) si sono concentrati sul rifinanziamento di titoli in scadenza e sull'aggiustamento della duration delle proprie passività. In aprile, all'aumentare delle turbolenze sui mercati, gli emittenti "investment grade" si sono ritirati, mentre i prenditori a più basso rating hanno mantenuto o incrementato la raccolta, coprendosi contro l'eventualità di un più difficile accesso ai capitali in un futuro prossimo.

Aumentano le emissioni in dollari a tasso variabile

Benché la composizione per valuta dei collocamenti sui mercati internazionali sia rimasta sostanzialmente invariata rispetto al quarto trimestre 2003 (tabella 3.3), gli emittenti in dollari si sono orientati verso i titoli a tasso variabile, mentre quelli in euro hanno preferito il tasso fisso. Negli ultimi anni gli annunci di nuove obbligazioni e notes denominate in dollari si sono in

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e per valuta¹

in miliardi di dollari USA

		2002	2003	2003				2004
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Nord America	Dollaro USA	297,1	218,9	38,0	26,2	73,8	81,0	97,4
	Euro	40,2	52,0	16,3	6,3	14,9	14,6	14,3
	Yen	-7,0	-1,9	0,6	-1,8	-1,2	0,6	1,3
	Altre valute	12,3	25,1	1,9	7,6	6,0	9,6	11,8
Unione Europea	Dollaro USA	68,3	149,9	39,7	31,1	42,4	36,7	41,1
	Euro	462,6	742,2	203,5	212,4	116,6	209,7	221,3
	Yen	-26,2	-9,0	-4,5	-3,2	-3,5	2,2	1,9
	Altre valute	86,1	117,2	28,7	27,4	17,6	43,6	32,8
Altre aree	Dollaro USA	53,8	97,4	20,2	19,4	25,7	32,2	33,9
	Euro	20,1	39,6	8,1	14,5	8,9	8,1	41,2
	Yen	-10,1	6,9	-2,1	1,9	-2,2	9,2	1,8
	Altre valute	14,2	32,2	7,4	7,8	4,6	12,4	19,1
Totale	Dollaro USA	419,2	466,2	97,9	76,7	141,8	149,8	172,4
	Euro	522,9	833,8	227,8	233,2	140,3	232,4	276,8
	Yen	-43,3	-4,1	-6,0	-3,1	-6,9	12,0	5,0
	Altre valute	112,5	174,5	38,0	42,8	28,1	65,5	63,7

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

genere suddivisi all'incirca per il 25% sul tasso variabile e per il 75% sul tasso fisso. Nel periodo sotto rassegna, tuttavia, l'incidenza degli strumenti a tasso variabile sul totale è salita al 35%. Di conseguenza, la quota di emissioni a tasso variabile in dollari ha praticamente uguagliato quella in euro, che è stata pari al 36% nel primo trimestre di quest'anno, contro una media del 39% a partire dal 2000.

Non è chiaro il motivo per cui gli emittenti in dollari si siano orientati verso prodotti a tasso variabile allorché i rendimenti societari a lungo termine erano generalmente bassi, grazie al calo graduale dei tassi a lunga privi di rischio e ai minori spread creditizi. Se l'accresciuta incidenza delle istituzioni finanziarie all'interno del pool di mutuatari ha senz'altro svolto un ruolo, è anche vero che queste stesse istituzioni hanno intensificato a loro volta il ricorso a obbligazioni e notes a tasso variabile in dollari USA, che sono salite nel primo trimestre al 39% delle loro emissioni annunciate (contro il 31% dei quattro anni precedenti). Durante il periodo la curva dei rendimenti in dollari USA è risultata più ripida di quella in euro: il rendimento dei titoli di Stato decennali ha superato i tassi a tre mesi di 300 punti base circa per il dollaro e di 200 punti per l'euro; in termini relativi, tuttavia, la pendenza di entrambe le curve è rimasta sostanzialmente invariata rispetto alla dinamica osservata per quasi tutto il 2003. Gli emittenti in dollari potrebbero aver visto nei titoli a tasso variabile un modo per avvantaggiarsi dei bassi costi di finanziamento a breve prima di un aumento del tasso sui federal fund da parte della banca centrale statunitense,

nell'aspettativa di poter ancora mutuare fondi a lungo termine a costi relativamente contenuti una volta terminato il ciclo restrittivo.

Area dell'euro: intensa attività internazionale degli emittenti sovrani

L'aumento complessivo della raccolta netta nel primo trimestre è riconducibile a un'espansione ancor maggiore dei collocamenti netti dei governi dell'area dell'euro, balzati dai \$6,8 del trimestre precedente a \$75,6 miliardi; le loro emissioni annunciate sono salite da \$26 a 91 miliardi nello stesso periodo. In certa misura, tale intensa attività sconta un andamento stagionale, visto che dal 2000 i prenditori sovrani dell'area concentrano nel primo trimestre le loro emissioni. Tuttavia, i prestiti collocati in questo periodo dell'anno sono andati crescendo costantemente: \$23 miliardi nel 2000 e nel 2001, \$43 miliardi nel 2002 e \$55 miliardi nel 2003. In ciascun caso si è trattato principalmente di euroobbligazioni a tasso fisso in euro. Nel primo trimestre 2004 gli emittenti più dinamici sono stati l'Italia (\$29 miliardi su base netta), la Germania (\$16 miliardi, specie amministrazioni locali) e la Grecia (\$14 miliardi). Il volume delle singole emissioni è stato di norma ingente, e finalizzato a incoraggiare la liquidità. Ad esempio, il governo italiano ha emesso titoli trentennali per €4 miliardi in gennaio, titoli decennali per €5 miliardi in febbraio e obbligazioni a 16 anni per €8 miliardi in marzo.

Tali cifre rispecchiano in larga misura l'evoluzione attuale dei mercati finanziari europei, laddove i governi cercano di trarre vantaggio dalla moneta unica per estendere la propria base di finanziamento al di là dei mercati interni. A fine 2003 erano in essere sui mercati internazionali \$608 miliardi di obbligazioni sovrane di paesi dell'area dell'euro, rispetto a \$4,9 trilioni circa sull'insieme dei mercati nazionali. Mentre gli investitori in euro tentano di accrescere la diversificazione geografica dei propri portafogli, i prenditori sovrani – e in particolare i governi dei paesi minori dell'area – hanno ritenuto necessario diversificare le fonti di finanziamento. Il calo delle commissioni applicate dalle banche di investimento negli ultimi anni ha contribuito ad aumentare l'attrattiva delle sottoscrizioni a fermo sui mercati internazionali, a scapito delle emissioni in asta sul mercato interno. Il ricorso al canale internazionale è concentrato su un numero relativamente ristretto di governi dell'area, a indicare che tale processo si trova ancora in una fase precoce di sviluppo.

I mutuatari sovrani trainano l'aumento complessivo delle emissioni nette ...

... di riflesso all'ulteriore integrazione dei mercati dei capitali europei

Il mercato dell'eurocommercial paper continua a espandersi

Le emissioni lorde di eurocommercial paper (ECP, ossia CP emessa al di fuori del mercato di origine del debitore) sono salite da \$333 a 360 miliardi, contro una media trimestrale di \$300 miliardi nel 2003. Gran parte delle nuove emissioni sono state utilizzate per rinnovare prestiti in essere, sicché in termini netti esse sono ammontate ad appena \$9 miliardi. L'11% circa della raccolta lorda è riconducibile al settore non finanziario, una quota solo di poco superiore a quella osservabile sul mercato interno USA (9%).

Nonostante l'incidenza relativamente contenuta dell'ECP sulla raccolta netta complessiva, la crescita di questo mercato come veicolo di finanziamento

per il capitale circolante e come sbocco per gli investimenti a breve termine è degna di nota. Offrendo ai prenditori un'alternativa al credito bancario a breve, la CP riduce l'esposizione del sistema finanziario agli shock transitori che potrebbero colpire il sistema bancario. Il mercato è sempre più dominato dai mutuatari europei: il 75% circa delle emissioni lorde del primo trimestre è riconducibile a prenditori di paesi europei sviluppati, rispetto al 66% del primo trimestre 1999. Nello stesso periodo la quota di emissioni in euro e sterline britanniche è salita dal 38 al 66%. Come nel citato caso delle emissioni sovrane europee sui mercati internazionali, l'espansione dell'ECP costituisce anch'essa una tappa importante nello sviluppo dei mercati dei capitali europei.

Economie emergenti: la raccolta cresce ancora a ritmo sostenuto

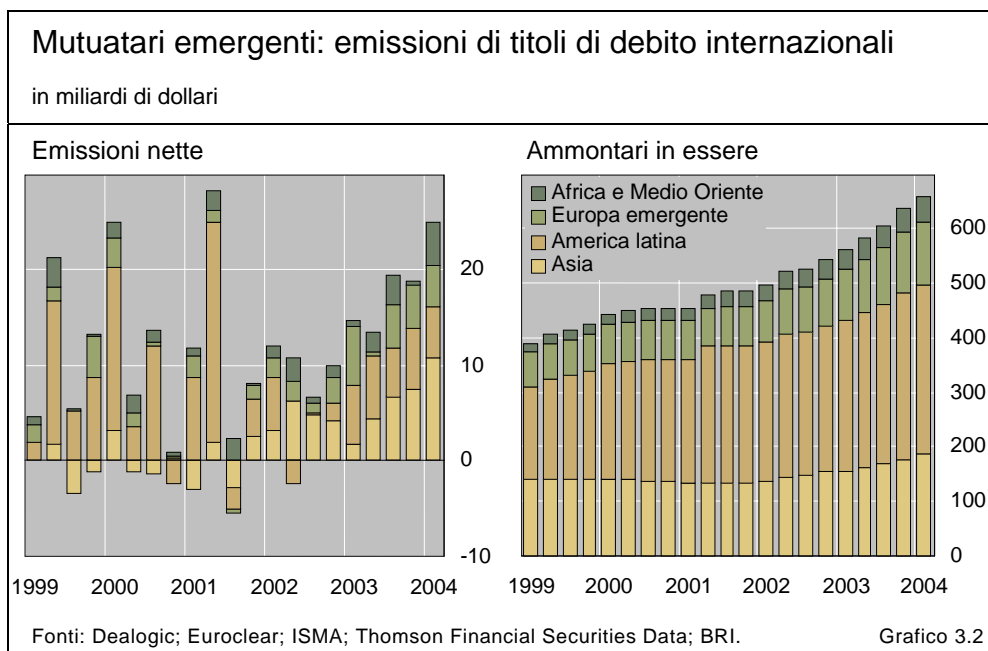
Aumenta la raccolta grazie alle favorevoli condizioni di finanziamento

L'attività dei mutuatari emergenti sui mercati internazionali dei titoli di debito ha proseguito nella sua dinamica ascendente. Le emissioni nette sono salite da \$18,8 a 24,9 miliardi nel primo trimestre (grafico 3.2). I prenditori dell'area hanno beneficiato di favorevoli condizioni di finanziamento: gli spread sui loro prestiti hanno toccato in gennaio i minimi storici (cfr. il grafico 1.8 nel "Quadro generale degli sviluppi"). Anche dopo il lieve ampliamento di febbraio e marzo, dovuto in parte alla vivace attività di emissione, i differenziali sono rimasti molto bassi se rapportati al recente passato.

L'ondata di vendite che ha interessato in aprile le obbligazioni dei paesi emergenti ha tuttavia determinato un rallentamento dell'attività di raccolta: secondo dati preliminari, in tale mese le nuove emissioni annunciate sono state inferiori del 25% alla media storica del primo trimestre. Il calo si è distribuito in modo omogeneo fra America latina, Asia, Africa e Medio Oriente. L'attività nei paesi emergenti europei è rimasta invece vigorosa, di riflesso al favorevole clima di mercato in vista dell'allargamento dell'Unione europea in maggio.

I mutuatari asiatici sono stati particolarmente attivi nel primo trimestre, con emissioni nette totali per \$10,7 miliardi, il livello più alto dal 1997. Soggetti privati coreani – specie istituzioni finanziarie – hanno raccolto \$4,6 miliardi, mentre il settore delle imprese non finanziarie taiwanesi ha mutuato fondi per \$2,1 miliardi. Anche vari emittenti sovrani asiatici hanno collocato prestiti per un ingente ammontare. La Repubblica delle Filippine ha lanciato titoli internazionali per \$2,0 miliardi, oltre la metà dei quali (\$1,18 miliardi) destinata allo scambio di varie emissioni in essere (in gran parte con scadenza fra il 2007 e il 2009) contro una nuova obbligazione 2011 a tasso fisso. La Repubblica di Indonesia – promossa da Standard & Poor's a B nell'ottobre scorso e quotata CCC+ solo un anno fa – è tornata con notevole successo sui mercati mobiliari internazionali: dopo un'assenza di sette anni, il 10 marzo ha raccolto \$1 miliardo con un'obbligazione decennale a tasso fisso; nonostante il basso merito di credito, l'emissione è stata chiusa ad appena 277 punti base al disopra del Treasury decennale, uno spread inferiore a quello di emissioni sovrane equiparabili con rating più elevato (come ad esempio quelle della Repubblica delle Filippine e della Repubblica di Turchia). Anche la Repubblica Islamica del Pakistan ha fatto ritorno al mercato dopo oltre sei anni di assenza,

La Repubblica di Indonesia si riaffaccia sul mercato



collocando il 19 febbraio un'obbligazione quinquennale a tasso fisso per nominali \$500 milioni. Fonti di mercato hanno segnalato una richiesta insolitamente forte di titoli asiatici da parte degli investitori USA, anche se gli operatori della regione hanno continuato a sottoscrivere una quota sproporzionata di emissioni asiatiche (cfr. il riquadro a pag. 24).

In America latina la raccolta netta è interamente riconducibile agli emittenti sovrani, che hanno approfittato delle favorevoli condizioni di finanziamento all'inizio dell'anno per effettuare collocamenti consistenti, spesso di titoli con scadenza a 20 o 30 anni. Fra i mutuatari figurano sia paesi che partecipano frequentemente ai mercati internazionali – come la Repubblica federale del Brasile, gli Stati Uniti del Messico e la Repubblica Bolivariana del Venezuela – sia quelli con una presenza più sporadica. Quest'ultimo gruppo comprende la Repubblica del Cile, la Repubblica del Costa Rica e il Governo della Giamaica, che tra gennaio e gli inizi di febbraio hanno colto l'occasione per soddisfare l'intero fabbisogno di finanziamento esterno previsto per il 2004.

Anche nell'Europa emergente l'attività è stata dominata dai soggetti sovrani. Il principale emittente è stato la Repubblica di Polonia, che ha raccolto \$3,1 miliardi: un nuovo prestito quinquennale per €1,5 miliardi agli inizi di gennaio – che per il paese rappresenta l'importo più elevato in sede di prima emissione – è stato seguito in marzo da un incremento per €700 milioni dell'emissione benchmark corrente nel segmento decennale, che ha toccato così l'importo di €3 miliardi, record della regione. Per giunta, con il lancio di una nota quinquennale per nominali CHF400 milioni, il paese è divenuto il primo mutuatario sovrano emergente a raccogliere in franchi svizzeri da oltre cinque anni. Fra i prenditori privati spiccano le istituzioni finanziarie russe, con \$1,2 miliardi di emissioni nette. Precedentemente in Russia i collocamenti privati sui mercati internazionali erano appannaggio delle grandi società, soprattutto dei settori estrattivo e delle telecomunicazioni. L'ingente raccolta delle istituzioni finanziarie, che va ad aggiungersi ai \$4,2 miliardi netti già

I bassi costi di finanziamento agli inizi del 2004 richiamano i mutuatari sovrani latino-americani ...

... e dell'Europa emergente

collocati dal settore nel 2003, rappresenta pertanto un'ulteriore tappa nel ritorno della Russia ai mercati finanziari internazionali dopo la moratoria del 1998.

Anche altri mutuatari sovrani dell'Europa emergente hanno effettuato emissioni nel periodo sotto rassegna. Agli inizi dell'anno la Repubblica di Turchia ha approfittato dei bassi costi di finanziamento per emettere nel giro di poche settimane un'obbligazione trentennale da \$1,5 miliardi e una decennale per €1 miliardo. Analogamente, ai primi di gennaio la Repubblica d'Ungheria ha coperto un terzo delle sue emissioni internazionali programmate per il 2004 con un'obbligazione a 10 anni da €1 miliardo. Altri collocamenti significativi nel trimestre sono quelli della Repubblica di Lettonia (un prestito decennale per €400 milioni), della Repubblica di Lituania (€600 milioni, a nove anni) e del Governo dell'Ucraina (\$600 milioni, a sette anni). Alimentate da questa intensa attività dei mutuatari sovrani, le emissioni lorde dell'Europa emergente hanno segnato nel primo trimestre il massimo storico di \$11,8 miliardi.

Le accresciute emissioni di istituzioni finanziarie in Israele, Sudafrica e negli Emirati Arabi Uniti hanno determinato livelli record di attività in Africa e Medio Oriente. La società israeliana Teva Pharmaceutical Industries Ltd ha raccolto l'importo più elevato (\$1,1 miliardi) con due obbligazioni convertibili lanciate attraverso un veicolo finanziario negli Stati Uniti. Nella categoria degli emittenti sovrani, l'emissione più consistente della regione è stata effettuata dalla Banque Centrale de Tunisie (che raccoglie fondi in valuta per conto dello Stato) con un titolo settennale a tasso fisso per €450 milioni, il più ingente prestito in euro mai collocato dal paese.

