

### 3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Favoriti dal costante calo dei tassi di interesse a lungo termine, da una graduale ripresa dell'economia a livello mondiale e dalla buona accoglienza riservata dal mercato a una vasta gamma di strumenti debitori, nel corso del

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 sett. 2004
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale emissioni nette	1 010,4	1 472,3	303,6	458,9	520,9	351,9	324,6	12 778,7
Strumenti del mercato monetario <sup>1</sup>	1,7	75,3	-33,0	49,2	34,9	4,4	17,5	621,2
Commercial paper	23,7	83,3	-25,5	48,7	8,8	-3,4	25,8	445,3
Obbligazioni e notes <sup>1</sup>	1 008,7	1 397,0	336,5	409,7	486,0	347,5	307,1	12 157,5
A tasso variabile	197,9	392,1	98,0	153,4	154,5	167,4	132,8	3 278,3
Ordinarie a tasso fisso	800,7	983,9	234,2	240,6	338,4	172,4	177,0	8 523,4
Collegate ad azioni	10,2	20,9	4,3	15,7	-6,8	7,7	-2,7	355,8
Paesi sviluppati	944,5	1 365,3	281,3	434,9	485,3	321,1	293,3	11 408,8
Stati Uniti	328,5	274,3	90,4	97,7	125,6	6,8	41,7	3 245,8
Area dell'euro	479,1	768,7	124,6	223,4	231,7	216,1	139,2	5 531,2
Giappone	-22,7	-1,0	-3,7	7,9	6,5	11,0	0,7	282,5
Centri offshore	8,1	16,3	0,4	9,1	0,9	5,1	9,8	147,9
Mercati emergenti	36,9	67,4	19,5	19,0	24,6	18,6	14,5	694,3
Istituzioni finanziarie	832,4	1 188,2	256,4	409,6	418,2	285,9	295,8	9 469,1
Private	697,1	983,3	209,8	349,2	340,7	237,5	233,6	7 982,2
Pubbliche	135,4	204,9	46,6	60,4	77,5	48,4	62,2	1 486,9
Imprese	55,1	113,1	21,7	40,9	7,2	11,3	10,5	1 517,6
Private	44,3	94,9	18,0	37,2	-0,4	7,8	10,2	1 267,7
Pubbliche	10,8	18,2	3,7	3,7	7,6	3,5	0,2	249,9
Governi	102,0	147,8	23,0	12,5	85,5	47,6	11,3	1 264,2
Organizzazioni internazionali	20,9	23,2	2,4	-4,2	10,0	7,0	7,1	527,8
<i>Per memoria: CP sull'interno<sup>2</sup></i>	-99,1	-41,0	-36,6	8,2	57,9	-21,7	0,8	1 927,1
<i>di cui: USA</i>	-91,4	-81,3	-22,3	-1,5	47,8	-26,8	6,7	1 316,4

<sup>1</sup> Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. <sup>2</sup> Per il terzo 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	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale emissioni annunciate	2 099,2	2 887,3	656,9	712,3	983,1	770,8	754,7
Obbligazioni	1 164,7	1 612,9	343,6	405,0	570,3	404,4	409,5
Notes	934,5	1 274,4	313,3	307,3	412,8	366,4	345,2
A tasso variabile	602,4	963,8	241,2	257,6	338,0	307,8	302,9
Ordinarie a tasso fisso	1 454,0	1 835,4	388,9	428,1	627,7	444,7	440,6
Collegate ad azioni <sup>1</sup>	42,8	88,1	26,8	26,6	17,4	18,3	11,2
Dollaro USA	985,0	1 172,4	285,8	268,6	357,2	257,4	260,6
Euro	806,3	1 289,1	271,8	316,9	478,8	379,6	370,6
Yen	88,3	102,9	24,5	29,0	29,3	33,8	23,6
Altre valute	219,7	322,9	74,8	97,7	117,8	100,0	99,9
Paesi sviluppati	1 891,9	2 623,4	602,8	657,4	907,4	696,2	683,3
Stati Uniti	648,2	739,6	184,7	173,7	249,4	167,8	172,5
Area dell'euro	866,1	1 294,5	275,5	326,1	439,3	356,3	324,4
Giappone	40,3	48,3	10,2	18,5	20,4	19,8	12,9
Centri offshore	22,1	31,6	6,2	11,0	7,1	7,8	13,8
Mercati emergenti	100,9	139,7	33,1	33,8	44,9	36,5	35,4
Istituzioni finanziarie	1 631,6	2 281,0	536,2	593,8	788,4	604,3	633,9
Private	1 361,3	1 913,8	451,1	506,5	660,9	515,4	519,7
Pubbliche	270,3	367,2	85,1	87,3	127,5	88,9	114,1
Imprese	211,5	271,2	67,0	68,8	62,0	72,3	62,6
Private	187,3	220,7	53,6	56,5	52,4	60,6	57,5
Pubbliche	24,2	50,5	13,4	12,3	9,5	11,7	5,1
Governi	171,8	242,6	39,0	39,6	109,1	63,9	36,1
Organizzazioni internazionali	84,3	92,5	14,7	10,1	23,7	30,3	22,2
Emissioni perfezionate	2 098,3	2 868,4	684,1	735,3	934,0	797,7	706,5
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 089,6</i>	<i>1 471,4</i>	<i>347,6</i>	<i>325,6</i>	<i>448,0</i>	<i>450,2</i>	<i>399,4</i>

<sup>1</sup> Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

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

Tabella 3.2

terzo trimestre 2004 i mutuatari hanno continuato a emettere titoli di debito internazionali a ritmo sostenuto. Al netto dei rimborsi, le emissioni di strumenti a breve e a lungo termine sono ammontate a \$325 miliardi, in calo dai \$352 miliardi del secondo trimestre (tabella 3.1). Questa lieve flessione rispecchia la diminuzione dell'attività dei mutuatari nell'area dell'euro, in Giappone e nelle economie emergenti, non pienamente compensata dall'incremento della raccolta di soggetti situati negli Stati Uniti e nei centri offshore. Andamenti analoghi hanno caratterizzato anche i collocamenti lordi (tabella 3.2). Per il settimo trimestre consecutivo le emissioni sia nette che lorde hanno superato i livelli registrati nel corrispondente periodo dell'anno passato. I dati preliminari mostrano che la forte attività è proseguita in ottobre, con una ripresa della raccolta lorda di Europa ed Asia emergente. Per quanto riguarda l'area emergente, le condizioni di finanziamento generalmente

favorevoli hanno aperto l'accesso al mercato anche a mutuatari occasionali e assecondato la prosecuzione della recente tendenza verso un allungamento delle scadenze.

### Calano le emissioni europee, ma l'attività in euro resta sostenuta

Emissioni europee  
in calo ...

La raccolta netta dei mutuatari nelle economie dell'Europa occidentale è scesa del 26%, da \$295 miliardi nel secondo trimestre a \$220 miliardi nel terzo, rispecchiando sia una diminuzione dei nuovi collocamenti sia un incremento dei rimborsi. Tale andamento è riconducibile principalmente alle ridotte emissioni dei mutuatari nell'area dell'euro, specie in Italia e Spagna. Il rallentamento è stato in parte causato dalla diminuzione – tipica del secondo semestre – nella raccolta dei governi, ma anche dai minori collocamenti netti di imprese e di istituzioni finanziarie dell'area dell'euro. Le emissioni delle imprese non finanziarie sono calate su base netta da \$16 miliardi nel secondo trimestre a meno di \$3 miliardi nel terzo, mentre su base lorda sono scese ai livelli minimi registrati dal quarto trimestre 2002, sebbene questa evoluzione sia stata parzialmente compensata dall'incremento della raccolta sui mercati interni. I dati preliminari di ottobre, tuttavia, indicano un recupero di circa il 13% delle emissioni lorde dei mutuatari dell'area dell'euro.

		Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e per valuta <sup>1</sup>						
		in miliardi di dollari USA		2003		2004		
		2002	2003	2003		2004		
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Stati Uniti	Dollaro USA	291,4	215,5	75,8	75,4	102,9	-26,0	8,5
	Euro	39,8	47,5	14,1	14,5	13,6	21,5	16,2
	Sterlina	2,3	11,7	1,8	7,2	3,5	5,1	10,7
	Yen	-6,2	-1,5	-1,7	0,8	1,3	1,5	0,8
	Altre valute	1,2	1,0	0,4	-0,1	4,3	4,7	5,6
Area dell'euro	Dollaro USA	36,1	87,9	23,0	24,9	18,2	34,8	10,0
	Euro	416,5	646,1	97,8	180,8	191,9	159,0	116,5
	Sterlina	18,4	17,5	3,5	5,4	6,6	15,6	5,4
	Yen	-16,1	-12,1	-3,2	0,4	1,5	3,3	0,5
	Altre valute	24,2	29,4	3,6	12,1	13,7	3,3	6,7
Altre aree	Dollaro USA	90,9	165,2	43,6	49,3	53,9	47,4	45,3
	Euro	66,4	140,2	28,1	37,0	71,3	40,8	66,7
	Sterlina	41,8	70,9	11,7	26,2	21,6	22,6	12,7
	Yen	-20,9	9,4	-2,0	10,6	2,5	10,7	3,1
	Altre valute	24,6	43,6	7,1	14,6	14,3	7,5	15,9
Totale	Dollaro USA	418,4	468,6	142,4	149,5	175,0	56,1	63,8
	Euro	522,8	833,8	140,0	232,2	276,8	221,3	199,4
	Sterlina	62,5	100,1	17,0	38,8	31,7	43,3	28,8
	Yen	-43,3	-4,3	-6,9	11,8	5,2	15,5	4,4
	Altre valute	50,0	74,0	11,2	26,6	32,3	15,6	28,1

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

Nonostante il calo dell'attività di emissione nell'area dell'euro nel periodo in esame, la quota dell'euro sui mercati mobiliari internazionali è rimasta sostanzialmente invariata (tabella 3.3). La moneta europea è stata utilizzata nel 48% delle emissioni perfezionate nel terzo trimestre, rispetto al 49% nel secondo, mentre la sua incidenza nelle emissioni al netto dei rimborsi è scesa dal 63 al 61%. Ciò riflette, in parte, la persistenza su livelli relativamente bassi delle emissioni in dollari di soggetti situati negli Stati Uniti (cfr. più avanti), ma deriva altresì dal maggiore utilizzo dell'euro da parte di mutuatari al di fuori dell'Unione europea, in particolare istituzioni finanziarie con sede in Svizzera e in Australia.

... ma l'incidenza dell'euro resta invariata

### Limitato recupero delle emissioni statunitensi

Sebbene tra il secondo e il terzo trimestre i nuovi finanziamenti contratti da soggetti statunitensi sul mercato internazionale dei titoli di debito siano saliti, essi sono rimasti significativamente inferiori ai livelli di fine 2003 e inizio 2004. Nello stesso periodo, le emissioni lorde perfezionate di mutuatari statunitensi, pari a \$240 miliardi, sono rimaste sostanzialmente invariate. Non tenendo conto della cancellazione di \$20 miliardi di debito insoluto di WorldCom nel secondo trimestre<sup>1</sup>, la raccolta netta è cresciuta da \$27 a 42 miliardi per effetto di un calo dei rimborsi, risultando pressoché pari a un terzo dell'importo registrato nel primo trimestre e ben inferiore alla media trimestrale di \$69 miliardi del 2003.

Il ritmo contenuto dell'attività di emissione statunitense nel secondo e nel terzo trimestre è riconducibile principalmente alla minore raccolta internazionale delle grandi agenzie di credito ipotecario Fannie Mae e Freddie Mac. I collocamenti lordi di queste due istituzioni sono scesi da \$63 miliardi nel secondo trimestre a \$35 miliardi nel terzo. Su base netta, la loro raccolta complessiva è risultata negativa nel terzo trimestre, poiché i -\$12 miliardi di Freddie Mac hanno assorbito i +\$4 miliardi di Fannie Mae; nel secondo trimestre essa era stata pari a \$14 miliardi (imputabili per la quasi totalità a Fannie Mae). La flessione su base netta dei collocamenti internazionali delle due istituzioni finanziarie rispecchia quella analoga registrata dalle loro emissioni sul mercato interno statunitense. L'evoluzione verso una crescita di bilancio più equilibrata era già iniziata ben prima che Fannie Mae e la competente autorità di regolamentazione raggiungessero a fine settembre un accordo con cui l'agenzia si impegnava nei mesi a venire a innalzare il suo livello patrimoniale.

Diminuisce la raccolta delle agenzie di credito ipotecario ...

Nel settore delle imprese non finanziarie la raccolta sui mercati internazionali nel terzo trimestre è proseguita su livelli sostenuti. Le emissioni nette sono passate a \$8 miliardi, in crescita rispetto ai \$4,5 miliardi registrati nel primo trimestre e ai \$5 miliardi nel secondo (considerando la cancellazione del debito di WorldCom). Le emissioni lorde perfezionate sono balzate tra il

... mentre aumentano le emissioni societarie

---

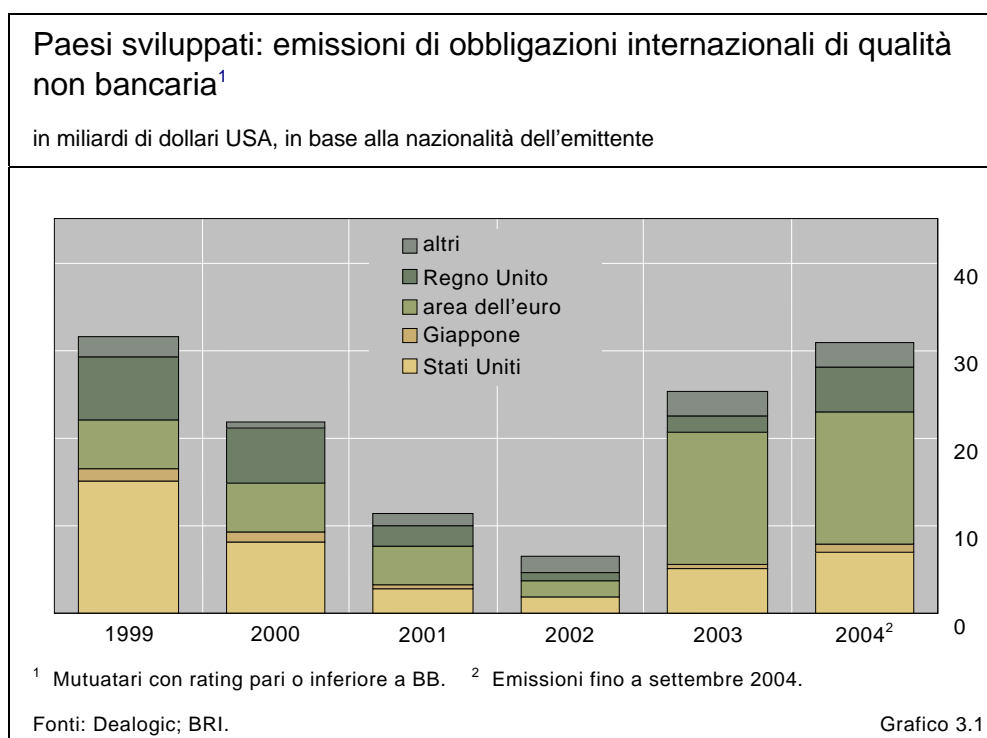
<sup>1</sup> Nelle statistiche BRI relative ai mercati mobiliari, la cancellazione di un debito insoluto viene considerata alla stregua di un rimborso anticipato. Di conseguenza, la tabella 3.1 riporta per il secondo trimestre \$6,8 miliardi di raccolta netta da parte di soggetti residenti negli Stati Uniti.

secondo e il terzo trimestre da \$18 a 28 miliardi, l'ammontare più elevato dal secondo trimestre 2002. Tale evoluzione ricalca un incremento dei collocamenti lordi sul mercato interno, passati nello stesso periodo da \$121 a 161 miliardi.

### Intensa attività di emissione di titoli "speculativi"

Come avvenuto nei trimestri precedenti, i prenditori con basso rating si sono affrettati a trarre vantaggio dalle favorevoli condizioni di finanziamento, caratterizzate da spread creditizi ristretti e tassi aggregati di inadempienza in calo, nonché dalla disponibilità degli investitori ad assumersi una maggiore esposizione al rischio di credito di fronte ai bassi rendimenti nominali fruttati dagli investimenti più sicuri. Le emissioni internazionali annunciate da mutuatari di qualità non primaria nei paesi sviluppati si sono avvicinate nel corso del terzo trimestre a \$13 miliardi, una cifra record, lievemente superiore a quella del periodo precedente. In conseguenza di ciò, le emissioni lorde di tali soggetti per i primi tre trimestri del 2004 superavano già quelle registrate nell'insieme del 2003 (grafico 3.1).

Le cifre elevate del terzo trimestre celano un rallentamento delle emissioni del settore privato rispetto al periodo precedente, poiché includono i \$6 miliardi di passività denominate in euro e in dollari USA emesse in luglio dal governo tedesco nell'ambito della cartolarizzazione delle attività bilaterali verso la Russia. Escludendo questa operazione, le emissioni annunciate, sebbene inferiori a quelle del secondo trimestre, sono nondimeno risultate superiori sia alle emissioni annunciate nel primo trimestre che alla media trimestrale del 2003.



Contrariamente al primo semestre, nel periodo sotto rassegna l'attività delle imprese tecnologiche e di telecomunicazione è stata relativamente meno sostenuta. Il principale emittente del settore privato è stata la società statunitense Enterprise Products Partners, attiva nel trasporto e nello stoccaggio di gas naturale, che a fine settembre ha annunciato quattro emissioni denominate in dollari USA con scadenze comprese fra i tre e i trenta anni per un totale di \$2 miliardi. Come già nei trimestri precedenti, l'offerta di titoli è stata alimentata anche dalle operazioni di "leveraged buyout", ad esempio nel caso dell'obbligazione decennale per €335 milioni emessa dalla tedesca Grohe all'inizio di settembre.

### Lo stabile contesto dei tassi favorisce le strutture a tasso fisso

La quota di emissioni a tasso fisso sul totale di quelle annunciate di obbligazioni e notes non convertibili con denominazione in dollari USA è salita al 72% nel terzo trimestre, contro, rispettivamente, il 67 e 66% del secondo e del primo trimestre. Ciò potrebbe rispecchiare la maggiore stabilità delle condizioni dei tassi di interesse nel terzo trimestre, allorché nei mercati le aspettative di un rapido inasprimento monetario da parte della Federal Reserve hanno ceduto il passo a previsioni di un approccio più graduale (cfr. la sezione "Quadro generale degli sviluppi"). Gli investitori sono stati pertanto più propensi ad assicurarsi i livelli di tasso correnti, anziché cercare di assumere esposizioni in vista di eventuali rialzi dei rendimenti nel mercato monetario tramite investimenti a tasso variabile. I mutuatari, che rispetto agli investitori hanno generalmente migliore accesso agli swap e ad altri strumenti di copertura delle variazioni dei tassi di interesse, hanno assecondato con favore tale evoluzione.

I mutuatari in dollari USA si orientano verso i titoli a tasso fisso ...

La situazione nel mercato dell'euro risulta più complessa. Per quanto riguarda le emissioni di imprese non finanziarie, tra il secondo e il terzo trimestre il ricorso a strutture a tasso fisso per obbligazioni e notes non convertibili è aumentato dal 64 al 69%. Tuttavia, per l'insieme del mercato dell'euro la quota a tasso fisso è scesa al 47%, dal 50 e 64% del secondo e primo trimestre. Questo andamento è in parte ascrivibile a una diminuzione stagionale della raccolta dei governi, che tendono ad avvalersi prevalentemente di emissioni a tasso fisso. Esso rispecchia altresì l'aumento dei collocamenti a tasso variabile delle istituzioni finanziarie, in particolare banche del settore pubblico. Da vari anni ormai, per ragioni ancora da chiarire, le istituzioni finanziarie dell'area dell'euro incrementano l'indebitamento a tasso variabile nel secondo semestre.

... al pari dei prenditori societari in euro

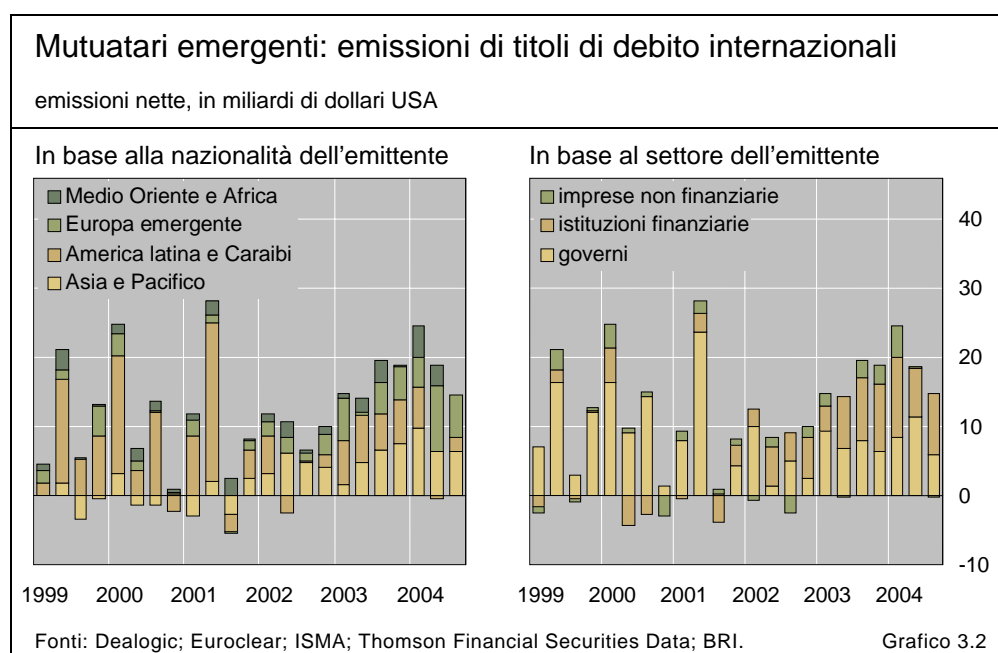
### Protratto interesse degli investitori per le economie emergenti

Favorita dalla graduale diminuzione degli spread creditizi – che a fine settembre erano tornati in prossimità dei minimi storici del gennaio 2004 –, l'attività di raccolta delle economie emergenti è rimasta elevata nel terzo trimestre. Con nuove operazioni annunciate per un totale di \$38,7 miliardi, le emissioni lorde sembrano destinate a raggiungere il livello record del 1997.

Vivace l'attività di emissione di mutuatari dei mercati emergenti ...

I nuovi collocamenti hanno superato i rimborsi per \$14,5 miliardi, contro \$18,6 miliardi nel secondo trimestre e una media trimestrale di \$16,9 miliardi nel 2003 (grafico 3.2). Questa contrazione della raccolta netta si è verificata nonostante la strettezza degli spread e il protrato interesse da parte degli investitori per le emissioni a basso rating. Ciò fa ritenere che la flessione abbia rispecchiato non una perdita di accesso al mercato, ma piuttosto la ridotta necessità di finanziamento esterno, poiché la maggior parte dei paesi ha continuato a beneficiare di una stabile posizione di conto corrente e di bilancio.

In Asia l'attività è stata alimentata principalmente dalle istituzioni finanziarie – in ampia misura enti del settore pubblico di Cina e Corea –, le cui emissioni nette hanno concorso a \$3,9 dei 6,4 miliardi totali. Anche taluni emittenti sovrani hanno raccolto importi considerevoli. Dopo un'assenza di oltre un anno, la Repubblica di Corea ha lanciato un'obbligazione decennale per \$1 miliardo in settembre. In considerazione dell'elevato livello delle riserve ufficiali del paese, tale emissione ha rispecchiato l'intento di fornire un prezzo di riferimento per altri mutuatari coreani, piuttosto che l'esigenza di finanziamenti in valuta estera. La Repubblica delle Filippine, che ricorre con maggiore frequenza ai mercati internazionali dei titoli di debito, ha raccolto complessivi \$1,4 miliardi mediante il collocamento di due obbligazioni in dollari USA e una in euro. Tuttavia, a causa dei crescenti timori degli investitori circa l'aumento del debito pubblico, l'emittente sovrano ha dovuto far fronte a maggiori costi di finanziamento rispetto a un anno fa. Per esempio, l'obbligazione a 10½ anni per \$300 milioni lanciata in settembre presenta un rendimento annuale a scadenza del 9,37%, pari a 497 punti base rispetto a un titolo del Tesoro USA equiparabile, mentre un collocamento analogo nell'ottobre 2003 era stato quotato con uno spread di soli 401 punti base. Tale incremento contrasta con la generale tendenza al restringimento dei differenziali nei mercati emergenti. L'indice EMBI Global di JPMorgan, ad esempio, è sceso nello stesso periodo da 442 a 418 punti base. Con un totale



parziale per il 2004 di \$4,1 miliardi di emissioni, la Repubblica delle Filippine è di gran lunga il mutuatario sovrano più attivo della regione.

Nei paesi europei emergenti la raccolta netta è stata alimentata per la maggior parte dalle istituzioni finanziarie russe e dai mutuatari sovrani. Nonostante la recente crisi bancaria e le difficoltà che hanno coinvolto la grande società petrolifera Yukos, gli enti finanziari russi – soprattutto banche e società veicolo collegate ai settori petrolifero, minerario e del gas naturale – hanno continuato a godere del favore degli investitori, collocando \$2,6 dei 6,1 miliardi di emissioni nette della regione. La forte presenza delle istituzioni finanziarie russe è stata una costante dei mercati internazionali dei titoli di debito negli ultimi due anni. Benché anche prenditori sovrani dell'Europa emergente si siano rivolti al mercato, i volumi collocati non hanno raggiunto i livelli insolitamente alti dei due trimestri precedenti, allorché l'attività era stata stimolata dall'adesione di dieci nuovi paesi all'Unione europea il 1° maggio. La Repubblica di Turchia, l'emittente sovrano più attivo della regione negli ultimi anni, ha continuato ad attingere ai mercati internazionali dei titoli di debito. La recente rivalutazione a BB- da parte di Standard & Poor's, il miglioramento dei fondamentali dell'economia e l'atteggiamento degli investitori, incoraggiati dalla prospettiva di un futuro ingresso del paese nella UE, hanno contribuito a costi di finanziamento relativamente bassi. In settembre un'obbligazione quinquennale per €600 milioni è stata lanciata con un rendimento annuale a scadenza del 5,75%, pari ad appena 238 punti base rispetto a un equivalente titolo di Stato tedesco, contro i 680 punti registrati per un analogo collocamento nel gennaio 2003. Più tardi nello stesso mese un'obbligazione a 10½ anni per \$1 miliardo è stata emessa con un rendimento a scadenza del 7,58%, ovvero con uno spread su un Treasury equiparabile di 333 punti base, 117 in meno di un anno prima. Il mercato ha riservato buona accoglienza anche alla note decennale di €500 milioni emessa in luglio dalla Repubblica di Cipro: grazie alla recente adesione del paese alla UE e al suo rating di A2/A, uno dei più alti fra quelli assegnati ai nuovi Stati membri, l'emissione è stata quotata ad appena 20 punti base circa al disopra di un titolo di Stato tedesco paragonabile. Un altro collocamento sovrano degno di nota è stato effettuato dall'Ucraina sotto forma di uno strumento quinquennale da \$500 milioni.

Dopo essere divenute negative nel secondo trimestre (-\$0,4 miliardi), le emissioni nette dell'America latina sono tornate in positivo nel terzo (\$2,0 miliardi) per effetto dell'attività delle istituzioni finanziarie di Messico e Brasile, nonché di alcuni prenditori sovrani. La raccolta netta del settore societario della regione è rimasta negativa per il secondo trimestre consecutivo, poiché i rimborsi, in particolare di residenti brasiliani, hanno continuato a superare i nuovi collocamenti. A riprova della protratta ricettività degli investitori nei confronti di una vasta gamma di strumenti debitori, fra i soggetti sovrani attivi nel trimestre figuravano non solo prenditori abituali, come Brasile e Messico (ciascuno con \$2 miliardi di nuove emissioni annunciate), Venezuela (\$1,5 miliardi) e Colombia (con un'emissione di \$500 milioni indicizzata al peso colombiano), ma anche vari altri mutuatari meno frequenti. In luglio, il Governo della Giamaica ha lanciato un'obbligazione a otto anni per €200 milioni, il titolo in euro con scadenza più lunga finora collocato dal paese.

... istituzioni  
finanziarie russe ...

... e governi  
dell'America latina



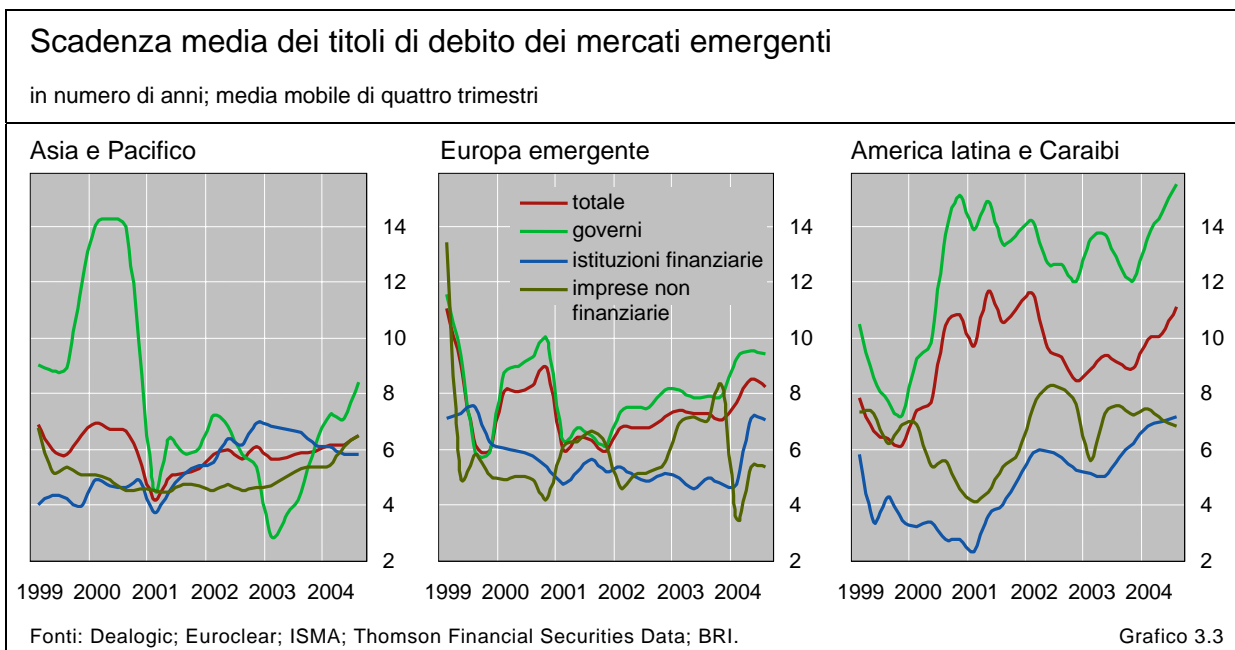
Con un rendimento all'emissione dell'11,1% (all'incirca 700 punti base al di sopra di un titolo di Stato tedesco equiparabile), l'obbligazione ha offerto agli investitori una remunerazione più elevata rispetto a quella fornita da altri prenditori sovrani latino-americani con rating B, come l'Uruguay e il Venezuela. Successivamente, sempre in luglio, la Repubblica Orientale dell'Uruguay ha collocato un'obbligazione per 7,4 miliardi di pesos uruguayani (equivalenti a \$250 milioni) collegata al dollaro statunitense e con scadenza a un anno e mezzo. Verso la fine di settembre la Repubblica di Guatemala ha lanciato un'obbligazione trentennale per \$330 milioni, poco dopo un'operazione analoga per \$286 milioni della Repubblica di El Salvador.

### Gli emittenti dei mercati emergenti allungano le scadenze

Le favorevoli condizioni di finanziamento prevalenti per gran parte del 2004 hanno consentito ai mutuatari dei mercati emergenti non solo di raccogliere cospicui ammontari sui mercati internazionali dei titoli di debito, ma anche di estendere la durata del proprio debito (grafico 3.3).

Sebbene la durata media degli strumenti di debito internazionali dei prenditori emergenti abbia toccato il massimo di 9,4 anni nel primo trimestre 2004, durante il secondo e il terzo trimestre le scadenze sono rimaste lunghe rispetto agli standard recenti. Nell'insieme dei primi tre trimestri del 2004 la scadenza media delle emissioni annunciate (inclusi strumenti del mercato monetario) di mutuatari dei mercati emergenti è stata pari a 9,0 anni, a fronte, rispettivamente, di 7,8 e 7,2 anni nel 2003 e nel 2002. L'allungamento delle scadenze è in larga misura ascrivibile ai collocamenti dei governi (principalmente emittenti sovrani), che nei primi tre trimestri dell'anno presentavano una scadenza media di 12,2 anni, rispetto ai 9,8 del 2003.

Indebitamento a più lunga scadenza dei mercati emergenti ...



L'estensione delle scadenze interessa la maggior parte delle regioni e dei settori. L'allungamento più significativo si è verificato in America latina, specie tra i prenditori sovrani. Questi hanno collocato con successo diverse obbligazioni trentennali, innalzando la durata media dei titoli pubblici latino-americani dai 12,1 anni del 2003 al livello record di 16,5 anni nei primi tre trimestri del 2004. Nell'Europa emergente l'allungamento delle scadenze da 7,0 a 8,8 anni osservato nello stesso periodo per l'insieme degli emittenti è stato alimentato in parte da prenditori sovrani e in parte da soggetti del settore finanziario, prevalentemente istituzioni russe associate alle industrie del petrolio e del gas naturale. Infine, nella regione Asia-Pacifico tale tendenza è sostanzialmente riconducibile alle emissioni a più lunga scadenza del settore societario coreano e della Repubblica delle Filippine.

... in particolare dei  
soggetti sovrani  
latino-americani