

Riduzione della vulnerabilità finanziaria: lo sviluppo del mercato interno dei titoli di Stato in Messico¹

Vi sono numerose indicazioni secondo cui le varie iniziative intraprese dal governo messicano hanno efficacemente contribuito a sviluppare il mercato interno dei titoli di Stato: le contrattazioni hanno fatto segnare una rapida crescita, la struttura per scadenze si è allungata ed è migliorata la liquidità nel mercato secondario. Le stesse procedure d'asta in sede di emissione sono divenute più efficienti. Nonostante questi significativi progressi, tuttavia, permangono alcune vulnerabilità.

Classificazione JEL: E440, G180, H630, O160

In Messico il mercato interno dei titoli di Stato ha vissuto una rapida crescita a partire dalla metà degli anni novanta. Ciò è frutto anche di un deliberato sforzo delle autorità volto a potenziare le fonti di finanziamento interne con l'obiettivo di ridurre la dipendenza del paese dai capitali esteri. Il brusco e massiccio deflusso di fondi intervenuto in Messico verso la fine del 1994, in occasione della cosiddetta "crisi tequila", causò al paese gravi turbative economiche e finanziarie, rendendo i *policymaker* ben consapevoli delle vulnerabilità insite in una forte dipendenza dal finanziamento esterno.

Il governo messicano ha perseguito tale obiettivo attraverso riforme macroeconomiche e strutturali miranti a rafforzare la domanda di passività interne e mediante l'adozione di una chiara strategia per la gestione del debito. In linea generale, tali misure hanno ottenuto l'esito sperato, giacché il Tesoro è riuscito a emettere un ammontare crescente di titoli interni a tasso fisso e a creare una curva dei rendimenti sul lungo termine. Si tratta di risultati ragguardevoli per una regione in cui il debito a breve o indicizzato continua a rappresentare la regola.

Il presente articolo descrive le iniziative adottate dalle autorità messicane per sviluppare il mercato interno dei titoli di Stato e analizza l'impatto che hanno avuto sul volume, sulla composizione e sulla liquidità del debito

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI o del Banco de México. Gli autori sono grati a Claudio Borio, Gregor Heinrich, Frank Packer, Camilo Tovar e William White per i preziosi commenti, nonché a Dimitrios Karampatos, Rodolfo Mitchell Cervera, Francisco Pérez Estrada, Michela Scatigna e Claudia Tapia Rangel per l'eccellente assistenza nel lavoro di ricerca.

pubblico. Esso si conclude valutando i progressi compiuti sinora e mettendo in evidenza talune sfide ancora da affrontare.

La “crisi tequila” induce a riconsiderare la gestione del debito

Durante gran parte della sua storia moderna il mercato obbligazionario del Messico è rimasto sottosviluppato. In linea con quanto osservato in generale da Burger e Warnock (2003) per le economie emergenti, a causa dei trascorsi inflazionistici e della conseguente scarsa credibilità della politica monetaria, il governo e gli altri mutuatari messicani si sono trovati in pratica nell'impossibilità di collocare strumenti debitori a lungo termine sul mercato interno. In effetti, date le radicate aspettative inflazionistiche, i prestatori erano disposti a concedere credito in moneta nazionale solo a brevissimo termine o con rendimenti indicizzati all'inflazione, ai tassi a breve o al dollaro USA. Essi erano ovviamente anche pronti a prestare in valuta estera, principalmente in dollari USA².

La crisi di fine 1994 evidenziò chiaramente i rischi insiti nell'eccessivo affidamento fatto sulle emissioni indicizzate al dollaro. Nei primi anni novanta si era assistito non soltanto a un deciso apprezzamento del peso messicano, ma anche a un deterioramento significativo della bilancia corrente del paese, nonostante il costante miglioramento delle finanze pubbliche (Agenor e Montiel, 1999). Il rapido accumulo di passività esterne da parte del paese fece nascere fra gli operatori il timore di una svalutazione della moneta e/o di una moratoria del debito. Nel corso del 1994 gli investitori divennero sempre più riluttanti a rinnovare i titoli “cetes” a breve denominati in pesos e spostarono i propri fondi verso i “tesobonos” indicizzati al dollaro. Ciò concesse una temporanea tregua al governo, ma a causa della natura a breve termine delle passività in essere, la ricomposizione del debito in favore dei tesobonos fu estremamente rapida. Se all'inizio del 1994 questi titoli rappresentavano il 4% circa del debito interno, verso la fine dell'anno ne costituivano la stragrande maggioranza. In quel periodo, il repentino deflusso dei capitali esteri dal mercato interno e il conseguente crollo della moneta messicana si tradussero in una crescita esplosiva del valore in pesos delle passività pubbliche indicizzate al dollaro, venendo così ad aggiungere una dimensione fiscale alla crisi esterna. Il ritiro dei fondi esteri sfociò in una grave instabilità finanziaria, seguita da una protratta recessione economica.

La crisi dimostrò che, nonostante i progressi realizzati negli anni precedenti dal governo messicano in ambito fiscale, la debolezza strutturale del debito rendeva il paese vulnerabile a repentini disinvestimenti dall'estero. Al fine di ridurre la dipendenza dal finanziamento esterno a breve, il governo

La crisi del 1994 evidenzia i rischi del ricorso a titoli indicizzati ...

... e stimola iniziative tese a sviluppare il mercato interno

² In letteratura, l'incapacità di un paese di raccogliere sull'interno fondi a medio-lungo termine e/o all'estero nella propria moneta è stata definita “peccato originale” (Eichengreen et al., 2003). Secondo gli autori, tale condizione accresce la vulnerabilità del paese poiché l'accumulo di passività esterne da parte del settore pubblico o privato rende difficile il servizio del debito allorché il tasso di cambio si deprezza. A sua volta, questa esposizione riduce la disponibilità dei non residenti a investire, accresce la sensibilità del finanziamento alle condizioni economiche avverse e limita il margine di manovra delle autorità (Goldstein e Turner, 2004; Borio e Packer, 2004).

compì in seguito notevoli sforzi per sviluppare un efficiente mercato obbligazionario interno³, mirando soprattutto a migliorare le condizioni di domanda e di offerta per i titoli di Stato. Questi aspetti saranno trattati nelle pagine che seguono.

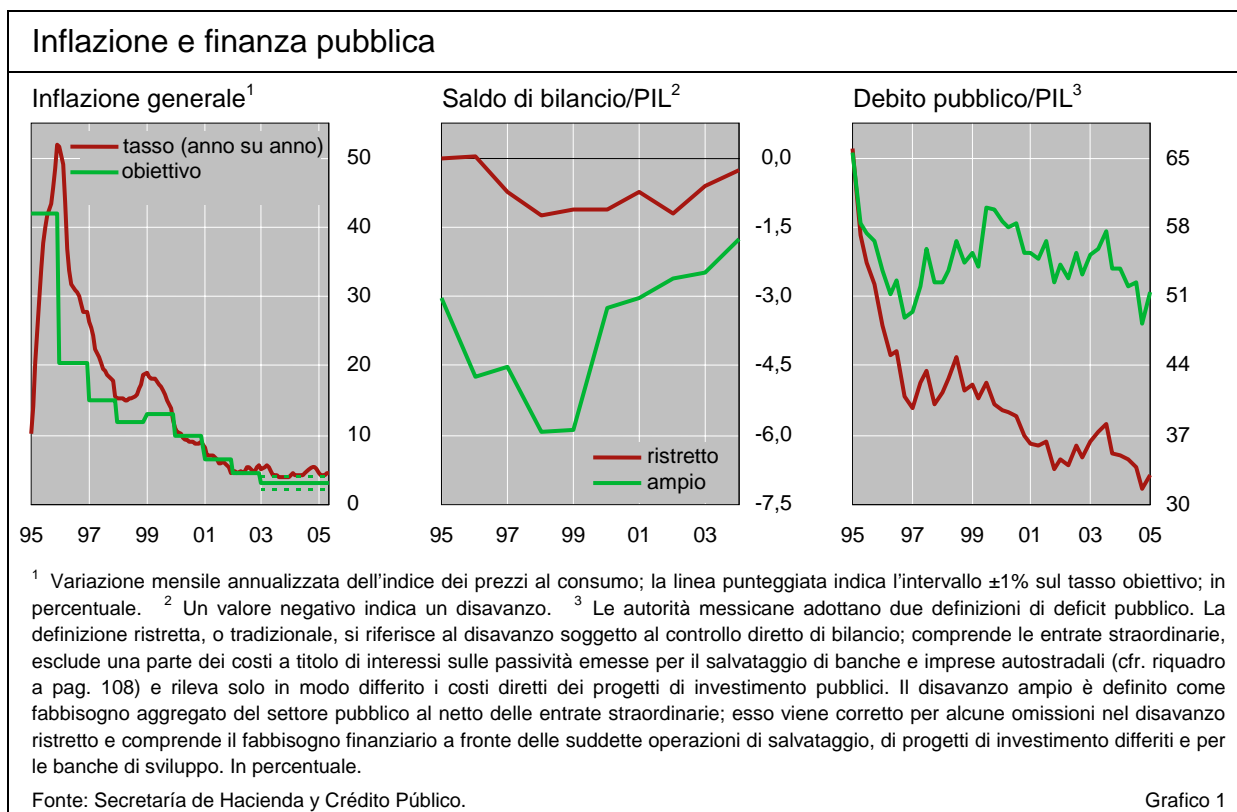
Rafforzamento della domanda di titoli di Stato

Cresce la domanda di titoli di Stato grazie allo stabile contesto economico ...

Uno degli obiettivi della strategia adottata dalle autorità per sviluppare il mercato obbligazionario interno è stato quello di migliorare le condizioni di domanda per i titoli pubblici. Di fatto, la crescita della domanda è stata una delle principali conseguenze del più stabile contesto macroeconomico instauratosi a partire dalla metà degli anni novanta. La politica monetaria attuata dal Banco de México ha portato a un drastico e durevole abbassamento dell'inflazione al consumo, scesa dal 52% del 1995 a meno del 5% nel 2004 (grafico 1). Al tempo stesso, il governo è riuscito in linea generale a realizzare i programmati tagli al disavanzo del settore pubblico secondo la definizione ristretta⁴.

... alla riforma dell'investimento istituzionale ...

Un altro fattore decisivo nel sospingere la domanda di titoli pubblici è stata la riforma dell'investimento istituzionale. Nel 1997 il governo varò un'estesa riforma del sistema pensionistico per i dipendenti del settore privato (quello per



³ Per una descrizione dettagliata di queste iniziative, cfr. Sidaoui (2002).

⁴ Anche se la riduzione del disavanzo del settore pubblico secondo la definizione allargata è proceduta più lentamente di quanto sperato, i progressi sono stati comunque considerevoli (Banco de México, 2004).

il pubblico impiego non venne modificato). Lo schema a prestazioni definite fu sostituito con un sistema a contribuzione obbligatoria integralmente finanziato da conti individuali amministrati da società private di gestione, le Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES). Il nuovo schema privatistico ha fatto registrare una rapidissima crescita: le attività gestite sono passate dal valore praticamente nullo del 1997 a MXN 470 miliardi a fine 2004 (pari al 6,5% del PIL), di cui 400 miliardi circa investiti in titoli di Stato.

Alla fine del 1998 venne aperta una borsa specializzata nella contrattazione di derivati finanziari, il Mercado Mexicano de Derivados (MexDer). Le operazioni su strumenti a reddito fisso hanno avuto un rapido sviluppo, anche se la quasi totalità degli scambi in questo segmento è rappresentata da contratti sul tasso TIIE a 28 giorni. Sembra comunque che l'attività in strumenti su tassi a breve abbia avvantaggiato il segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti, in quanto tali contratti sono impiegati a fini di copertura e di determinazione del prezzo degli swap di tasso a media e a lunga scadenza.

Nel 2000 il governo ha varato una nuova legge fallimentare che consente ai detentori di garanzie collaterali nel quadro di operazioni pronti contro termine di rescindere in anticipo il contratto compensando crediti e debiti nei confronti del contraente inadempiente. La legge ha migliorato notevolmente la normativa preesistente, che imponeva agli operatori di regolare le obbligazioni debitorie prima di poter far valere le proprie ragioni di credito nell'ambito della procedura concorsuale. Nel 2003 e 2004 sono state emanate nuove norme per il mercato delle operazioni PcT e di prestito in valori mobiliari, che dovrebbero ulteriormente accrescere la domanda locale ed estera di titoli pubblici.

... all'introduzione dei contratti derivati ...

... e alla maggiore certezza giuridica nelle operazioni PcT

Gestione dell'offerta di titoli di Stato

Nell'intento di migliorare e snellire l'offerta di titoli pubblici, dai primi anni 2000 il Messico ha seguito un'articolata strategia per la gestione del debito, basata su cinque elementi principali: finanziamento interno dei disavanzi di bilancio; allungamento della scadenza media del debito pubblico; creazione di una curva dei rendimenti liquida; maggiore prevedibilità e trasparenza dell'attività di emissione; misure strutturali dirette a rafforzare il mercato dei titoli di Stato.

Per realizzare il primo di questi obiettivi generali, il governo federale ha iniziato a spostare sul mercato interno la copertura del proprio disavanzo di bilancio e a ridurre l'esposizione debitoria esterna del paese (grafico 2). A partire dal 2001 l'intero deficit è stato finanziato all'interno. Nel 2004 i fondi raccolti presso residenti sono serviti a rimborsare \$1,8 miliardi di passività verso l'estero, un importo ben superiore all'obiettivo di \$500 milioni fissato per quell'anno. Di conseguenza, a fine 2004 la componente interna del debito del settore pubblico secondo la definizione ristretta era salita al 65%, rispetto al 30% di fine 1995.

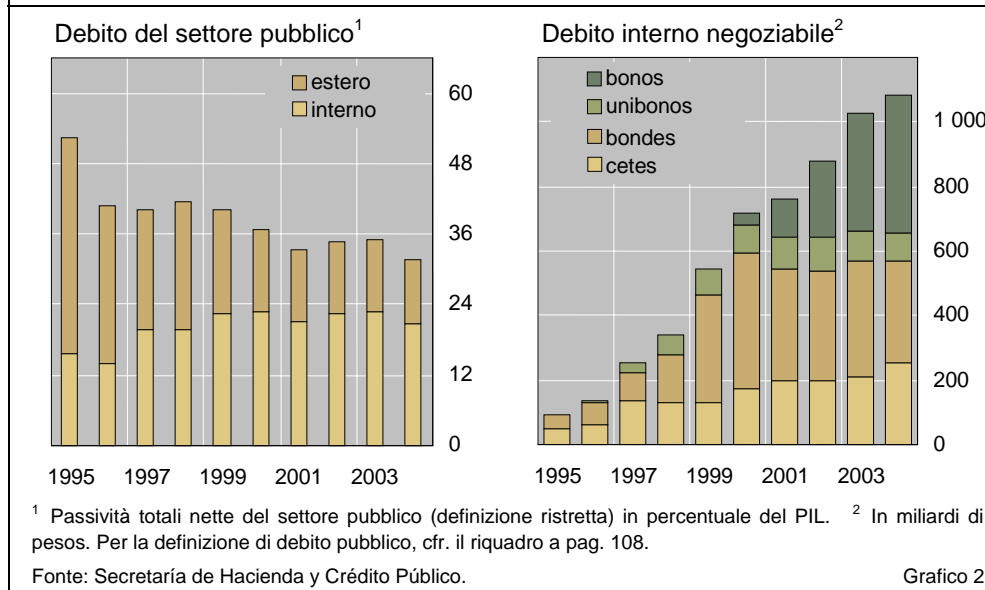
A partire dal 2000 le autorità federali si sono parimenti adoperate per ridurre il rischio di rifinanziamento allungando gradualmente la scadenza del debito. Ciò è stato ottenuto sia estendendo le scadenze delle passività

Il Messico adotta una chiara strategia di gestione del debito incentrata su ...

... il finanziamento interno del disavanzo ...

... l'allungamento delle scadenze ...

Debito del governo federale messicano



indicizzate a inflazione e tassi di interesse a breve, sia emettendo obbligazioni a tasso fisso. Alle emissioni con scadenze di tre e cinque anni lanciate nel 2000 sono seguite quelle di titoli decennali nel 2001, settennali nel 2002 e ventennali nel 2003. Il piano di gestione del debito federale per il 2005 prevedeva che il fabbisogno di finanziamento netto del governo centrale continuasse a essere coperto in gran parte con titoli a medio e lungo termine a cedola fissa.

... l'aumento della liquidità sul mercato secondario ...

Il governo federale ha inoltre adottato misure per migliorare la liquidità sul mercato secondario riaprendo, in particolare, alcune emissioni di riferimento affinché raggiungessero un volume in essere tale da garantire un accettabile grado di liquidità. Allo scopo di evitare un'eccessiva concentrazione dei rimborsi a talune scadenze, è stata poi adottata una strategia di gestione attiva delle passività. Il governo ha di recente annunciato un piano per permutare titoli a breve in titoli a lungo termine, che dovrebbe ridurre ulteriormente il rischio di rifinanziamento e attenuare l'impatto sulla liquidità di importanti rimborsi.

... una maggiore trasparenza ...

Prevedibilità e trasparenza formano anch'esse parte integrante della strategia di gestione del debito pubblico. Una prima iniziativa in questo ambito venne adottata nel 2002, allorché l'esecutivo rinunciò alla facoltà di imporre un massimale sul tasso di interesse al quale era disposto ad accettare offerte in sede d'asta. Dal 2004, inoltre, il governo rende nota la strategia programmata per l'intero anno, oltre agli obiettivi trimestrali di aggiudicazione per ciascuna categoria di titoli. Attualmente le autorità pubblicano con cadenza trimestrale un calendario d'asta in cui sono specificati i quantitativi offerti per tipo di strumento in ciascuna asta settimanale e le emissioni particolari programmate per il trimestre.

Il governo ha altresì modificato la struttura del mercato interno del debito. Nel corso degli anni le aste sono state aperte a una gamma sempre più ampia di

Struttura del mercato del debito federale interno messicano

Le autorità messicane seguono l'evoluzione del debito pubblico secondo due accezioni, una ristretta e una ampia. L'aggregato ristretto comprende le passività nette del governo centrale e quelle di alcune altre amministrazioni federali soggette al controllo diretto di bilancio (fra cui la previdenza sociale). L'aggregato ampio include, oltre al debito in senso stretto, le passività di tutti gli altri enti del settore pubblico, come le imprese pubbliche non finanziarie, le banche di sviluppo e i fondi fiduciari extrabilancio. In particolare, vi figurano anche il debito dell'istituto per la tutela del risparmio (Istituto para la Protección al Ahorro Bancario, IPAB), le passività del fondo per il riscatto delle società autostradali (Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas, FARAC) e quelle risultanti dai progetti di investimento del settore pubblico facenti capo a differenti conti finanziari (Proyectos de Infraestructura Diferidos en el Registro del Gasto, PIDIREGAS).

L'IPAB, divenuto operativo nel 1999, gestisce il debito derivante dai salvataggi bancari operati in seguito alla crisi finanziaria del 1994, quando il governo fornì una garanzia implicita sulla maggior parte delle passività delle banche e si accollò buona parte dei costi connessi con la risoluzione della crisi. L'IPAB ha iniziato a emettere Bonos de Protección al Ahorro (BPA) nel 2000. Anche il FARAC fu istituito all'indomani della crisi finanziaria allo scopo di salvare le concessionarie private delle autostrade. Va notato che una quota del debito emesso per finanziare i PIDIREGAS

Principali titoli di debito emessi dal settore pubblico messicano

Titoli emessi dal governo federale					
Strumento	Cedola	Scadenza	Frequenza di emissione	Ammontare in essere a fine 2000 ¹	Ammontare in essere a fine 2004 ¹
Certificados de la Tesorería de la Federación (cetes)	zero	28, 91, 182 e 364 giorni	settimanale e mensile	182,7	257,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (bondes)	indicizzata al tasso sui cetes	5 anni	bimensile	416,5	310,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en Unidades de Inversión (udibonos)	indicizzata al tasso di inflazione	10 anni	mensile	85,6	84,6
Bonos a Tasa Fija (bonos)	tasso fisso	3, 5, 7, 10 e 20 anni	mensile	33,3	427,9
Titoli emessi da altri enti del settore pubblico					
Strumento	Cedola	Scadenza	Frequenza di emissione	Ammontare in essere a fine 2000 ¹	Ammontare in essere a fine 2004 ¹
Bonos de Protección al Ahorro del IPAB (BPA)	indicizzata al tasso sui cetes	3, 5 e 7 anni	settimanale e bimensile	69,0	382,5
Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México (BREM)	indicizzata al tasso interbancario <i>overnight</i>	1 e 3 anni	settimanale	22,0	232,9
Pagares de Indemnización de Carreteras (PIC) del FARAC	indicizzata al tasso di inflazione	20 e 30 anni	mensile	51,1	110,5

¹ In miliardi di pesos.

Fonte: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, piano del debito pubblico per il secondo trimestre 2005.

viene inizialmente assunta dal settore privato, per poi essere trasferita al governo federale a completamento del progetto. Tali passività sono pertanto incluse nelle statistiche del debito federale.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) ha competenza esclusiva per tutte le attività connesse con la gestione del debito pubblico e, in coordinamento con altre agenzie federali, decide il tipo, l'ammontare e le date di emissione dei titoli da collocare sul mercato. I due principali emittenti di obbligazioni negoziabili sul mercato interno – governo federale e IPAB – pubblicano calendari trimestrali che forniscono agli operatori un orientamento circa il volume e la composizione delle emissioni programmate.

Il governo federale emette titoli in un'ampia gamma di scadenze (cetes, bondes, udibonos e bonos), mentre l'IPAB privilegia strumenti a medio termine indicizzati ai tassi cetes a 28, 91 e 182 giorni. A fine 2004 lo stock in essere di debito negoziabile del governo federale e dell'IPAB ammontava rispettivamente a MXN 1 081 e 383 miliardi.

Anche il Banco de México svolge un ruolo importante sul mercato interno del debito. La banca centrale ha tradizionalmente utilizzato i titoli di Stato per immettere o assorbire liquidità sul mercato monetario, ma nel 2000 ha iniziato a emettere strumenti propri, denominati Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México (BREM), allo scopo di sterilizzare i costanti afflussi di riserve in valuta. I BREM, titoli indicizzati ai tassi interbancari *overnight*, ammontavano a fine 2004 a MXN 233 miliardi. La sterilizzazione mediante tali strumenti consente al Banco de México di perseguire più efficacemente i suoi obiettivi monetari causando, al tempo stesso, meno distorsioni sul mercato dei titoli di Stato. I BREM non figurano nelle statistiche del debito del settore pubblico.

... riforme strutturali
dei mercati
primario ...

investitori, fra cui fondi pensione, fondi comuni e compagnie di assicurazione. L'accresciuta partecipazione al processo di assegnazione è stata accompagnata dal miglioramento della piattaforma elettronica del Banco de México, garantendo la pubblicazione dei risultati entro mezz'ora dalla chiusura dell'asta, rispetto alle cinque ore necessarie nel 1993.

... e secondario ...

Nel 2000 il governo ha introdotto per i titoli pubblici a reddito fisso uno schema di *market-making* in base al quale i partecipanti sono tenuti a presentare in asta offerte di acquisto per un ammontare minimo e a quotare in ogni momento prezzi denaro e lettera, mantenendo il relativo differenziale entro un certo limite (pari attualmente a 125 punti base). In contropartita di tali obblighi, i *market-maker* possono partecipare all'asta *green shoe*⁵ che segue quella pubblica, incontrare regolarmente i preposti alla gestione del debito federale e avvalersi del sistema di prestito in titoli del Banco de México.

... nonché un più
agevole accesso ai
prezzi di mercato ...

La disponibilità di prezzi determinati dal mercato è un requisito essenziale per lo sviluppo del mercato secondario e la valutazione dei portafogli degli intermediari. Negli ultimi anni il Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) e la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) hanno collaborato per assicurare agli operatori un agevole accesso alle quotazioni di mercato giornaliere per obbligazioni di largo mercato. Questi sforzi hanno condotto alla nascita di agenzie private incaricate di raccogliere dai *broker* informazioni di prezzo e renderle disponibili a tutti gli operatori. La maggior

⁵ L'opzione di sovrallocazione, o *green shoe*, viene conferita da un emittente ai sottoscrittori per l'emissione di titoli aggiuntivi al fine di coprire eventuali posizioni corte generate da un eccesso di richieste in sede d'asta. In questo caso particolare, i sottoscrittori possono acquistare al prezzo d'asta medio ponderato un ammontare massimo di titoli pari al 20% di quello inizialmente offerto.

parte degli intermediari finanziari è ora tenuta a utilizzare i servizi offerti dalle agenzie abilitate.

Nel 2005 il governo ha lanciato lo Strips Market Operation Programme, che consente agli operatori del mercato dei titoli di Stato di scorporare e ricostituire bonos e udibonos. Grazie alla regolare riapertura di emissioni con cedola semestrale, le singole componenti di interesse degli strumenti con scadenze diverse sono ora perfettamente interscambiabili. La disponibilità di obbligazioni pluriennali a cedola zero dovrebbe attrarre in particolare gli investitori istituzionali con orizzonti a lungo termine e contribuire altresì ad accrescere lo spessore del mercato secondario.

... e l'introduzione di titoli scorporati

Valutazione dei risultati delle iniziative ufficiali

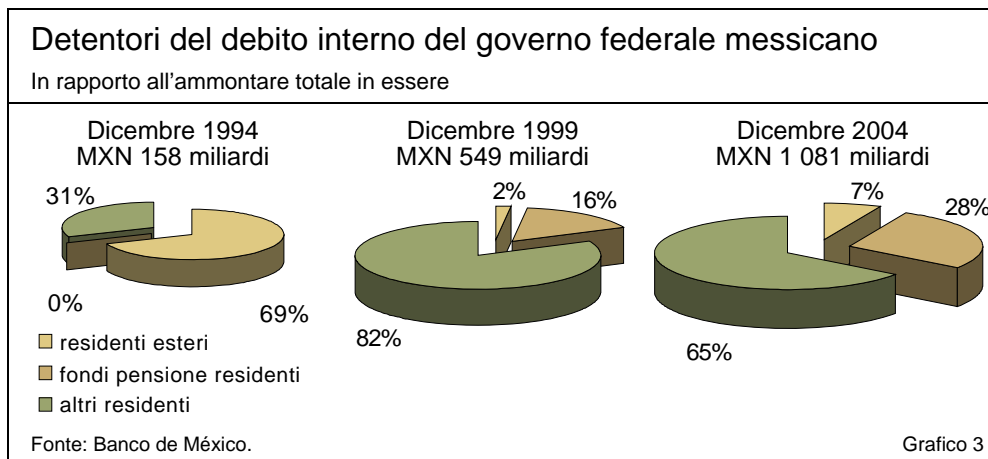
Numerosi sviluppi confermano che le iniziative intraprese dal governo messicano stanno producendo i risultati sperati: il mercato interno dei titoli di Stato è cresciuto rapidamente, la sua struttura per scadenze si è allungata ed è migliorata la liquidità. Sussistono altresì indicazioni secondo cui la riforma del mercato primario avrebbe prodotto effetti positivi sulla sua efficienza.

Le misure ufficiali stanno producendo i risultati sperati

Il risultato più evidente della nuova strategia del debito perseguita dal governo è la rapida crescita registrata negli ultimi anni dall'emissione di passività interne negoziabili, il cui stock in essere è salito da MXN 158 miliardi (10% del PIL) alla vigilia della crisi del dicembre 1994 a MXN 1 081 miliardi (14% del PIL) a fine 2004. Vero è che buona parte dell'incremento del debito pubblico nella seconda metà degli anni novanta deriva dalle passività emesse in connessione con il salvataggio di banche e di alcune altre grandi imprese private. Tuttavia, negli anni recenti ha avuto un ruolo importante anche la nuova politica mirata al finanziamento interno dei disavanzi, congiunta con l'espansione dell'investimento istituzionale e il ritorno degli investitori esteri sul mercato interno del debito. Quest'ultimo aspetto è particolarmente degno di nota, giacché nella seconda metà degli anni novanta gli investitori stranieri avevano perlopiù disertato tale mercato (grafico 3). A fine 2004 i non residenti detenevano il 7% delle passività pubbliche in essere, contro il 2% di fine 1999.

Il mercato interno è cresciuto rapidamente

Degno di nota il ritorno degli investitori esteri



Si è allungata la scadenza media

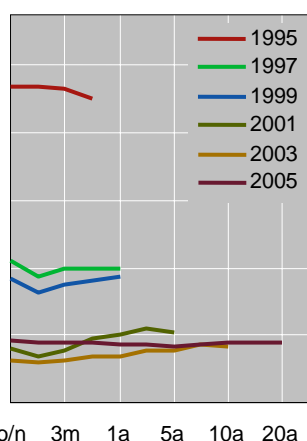
Un altro importante risultato è stato l'allungamento della scadenza media del debito pubblico (grafico 4). A fine 1995 questo era costituito interamente da passività a breve con scadenza entro l'anno e da strumenti indicizzati ai tassi a breve termine o all'inflazione; a fine 2004 i titoli a tasso fisso con scadenza superiore all'anno rappresentavano il 40% del debito totale in essere. La scadenza media dei titoli federali è così salita da 288 a 1 070 giorni tra il 1995 e il 2004⁶. Un grande vantaggio di tale allungamento è la minore esposizione del paese al rischio di rifinanziamento: il governo ha stimato che a fine 2004 l'impatto di un aumento dei tassi di interesse sul costo di finanziamento del debito lordo sarebbe risultato inferiore del 40% rispetto a fine 2000 (Gil Diaz, 2005).

Investitori stranieri ben disposti verso i titoli a più lungo termine

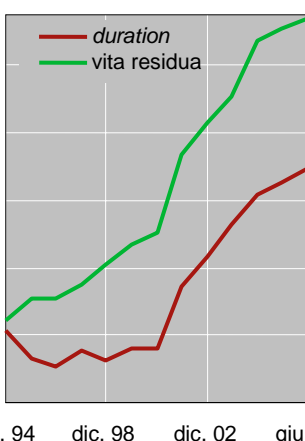
Le prime emissioni a cedola fissa nel 2000 furono lanciate in un contesto di calo dei tassi di riferimento, assicurando così un'accoglienza favorevole da parte degli investitori. È interessante notare che mentre l'inasprimento delle condizioni monetarie nel 2004 ha indotto i fondi pensione messicani ad accorciare la *duration* dei loro portafogli, gli investitori esteri paiono aver adottato una strategia opposta, aumentando sensibilmente le posizioni in titoli a più lungo termine. A fine 2004 i non residenti detenevano il 54% delle obbligazioni decennali e l'84% di quelle ventennali. È anche grazie alla loro crescente partecipazione che il Messico ha potuto sviluppare il segmento a medio-lungo termine del mercato obbligazionario interno.

Rendimenti, *duration* e struttura per scadenze del debito pubblico interno messicano

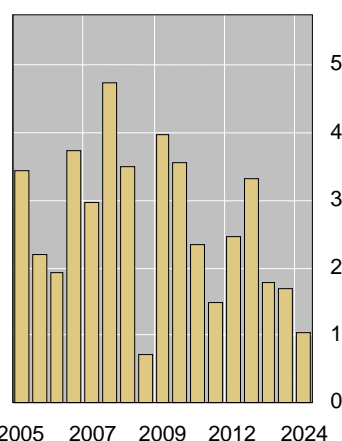
Evoluzione della curva dei rendimenti¹



Duration e vita residua²



Struttura per scadenze³



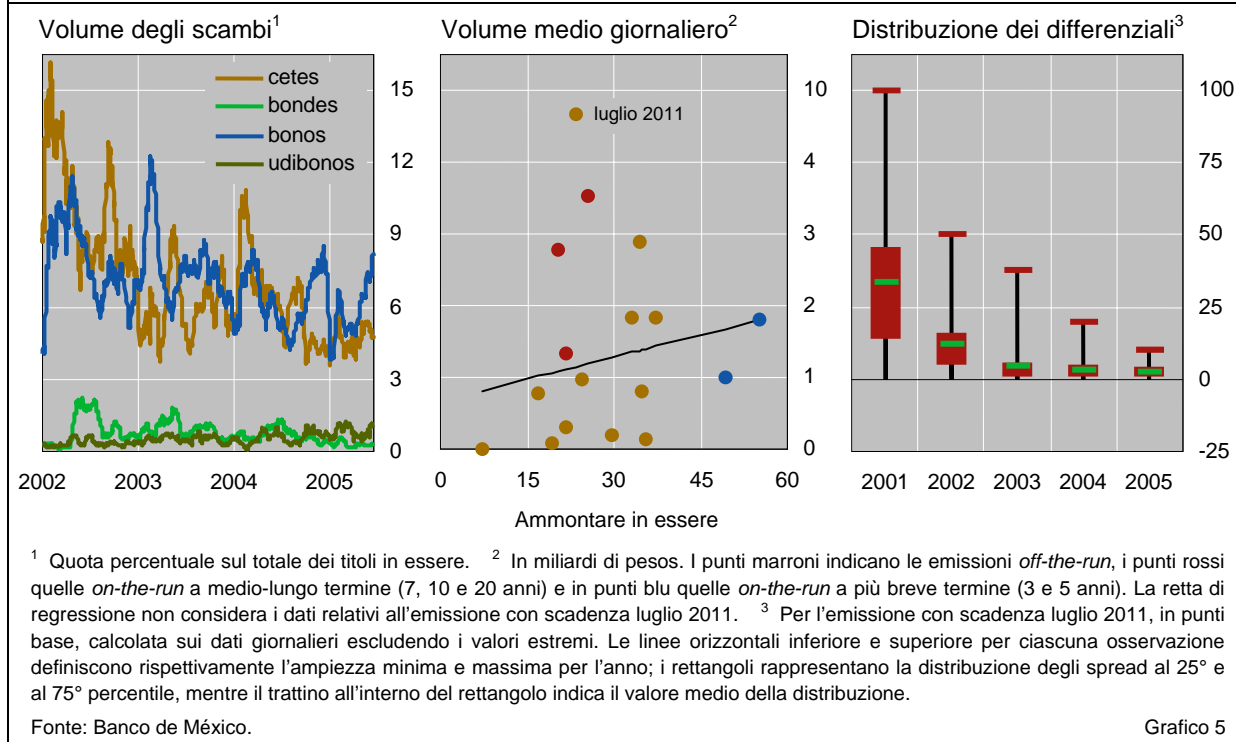
¹ Medie annue, in percentuale. ² *Duration* modificata e vita residua media in giorni. ³ In miliardi di pesos, a fine giugno 2005.

Fonti: Banco de México; Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Grafico 4

⁶ Va rilevato che, anche in questo caso, i progressi sono stati in certa misura più lenti per il debito pubblico nella definizione allargata. Il debito negoziabile emesso dall'IPAB ha avuto scadenze comprese fra tre e sette anni, ma è stato in larga parte indicizzato ai tassi a breve, per cui la durata finanziaria dei titoli resta bassa (fra 30 e 50 giorni nel 2004). Per contro, le obbligazioni emesse dal FARAC hanno avuto una scadenza media molto più lunga (fra 20 e 30 anni) e sono state interamente indicizzate all'inflazione.

Mercato secondario e differenziale denaro-lettera dei titoli del debito interno del governo federale messicano



I dati relativi al mercato secondario forniscono un'immagine contrastante dell'attività per ciò che concerne il profilo temporale e la tipologia di strumenti. Nondimeno, alcuni indizi segnalano come anche in questo ambito gli sforzi del governo per migliorare la liquidità stiano iniziando a dare i frutti sperati.

L'attività sul mercato secondario è diminuita dai primi anni 2000, ma soprattutto a causa di fattori temporanei. Anzitutto, l'avvio dello schema di *market-making* per i titoli di Stato nel 2000 si era accompagnato a una vera e propria esplosione degli scambi (riconducibile agli sforzi degli intermediari per acquisire una posizione di preminenza), cui è seguito un andamento più "normale" dell'attività. Un altro fattore che ha ridotto la domanda degli investitori è stato l'inasprimento delle condizioni monetarie nel 2004. Ma nonostante tutto, secondo la Emerging Markets Traders Association (EMTA, 2005), il mercato locale dei titoli di Stato messicani rimane il più attivo fra quelli emergenti.

L'analisi per tipo di strumento mostra un alto volume di attività nel segmento dei bonos, mentre – come avviene in genere per i titoli indicizzati – piuttosto contenuti sono gli scambi in bondes e unibonos, poiché gli investitori istituzionali detengono solitamente tali strumenti fino a scadenza (grafico 5). Inoltre, le operazioni in bonos differiscono notevolmente a seconda delle emissioni, di riflesso alla popolarità di talune serie più recenti. L'elevata concentrazione degli scambi su una particolare emissione, quella con

Quadro contrastante nel mercato secondario:

volume di attività in calo ...

... discrepanze tra i vari strumenti ...

scadenza luglio 2011, può apparire sorprendente, ma è forse dovuta alla preferenza degli intermediari per i titoli esenti da imposta⁷.

... ma liquidità in aumento ...

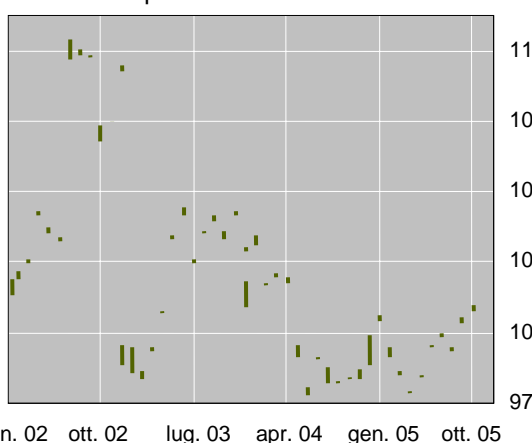
Nonostante questo profilo difforme dell'attività, vi sono conferme secondo cui la promozione della liquidità del mercato secondario mediante la creazione di emissioni *benchmark* sempre più ampie starebbe dando risultati positivi. Il diagramma centrale del grafico 5 illustra la relazione positiva, ancorché debole, che lega lo stock in essere dei titoli al volume delle contrattazioni. Inoltre, come indica il diagramma di destra, la liquidità del mercato secondario sembra migliorare, poiché i differenziali denaro-lettera sulle emissioni *benchmark* sono diminuiti considerevolmente dall'introduzione dei titoli a medio e a lungo termine. In particolare, si nota un netto calo del differenziale per il bono con scadenza luglio 2011, oltre che una flessione della sua variabilità. Una simile evoluzione è osservabile anche per altri titoli a più lungo termine. In presenza di differenziali che sull'interbancario tendono a fluttuare fra 3 e 10 punti base per le emissioni recenti, gli operatori possono in genere avvalersi di un mercato con condizioni di prezzo ragionevoli per costituire o liquidare posizioni. La migliore liquidità sul mercato secondario ha ridotto i premi al rischio richiesti dagli investitori, contribuendo così ad abbassare i costi di finanziamento per lo Stato.

... e un mercato primario più efficiente

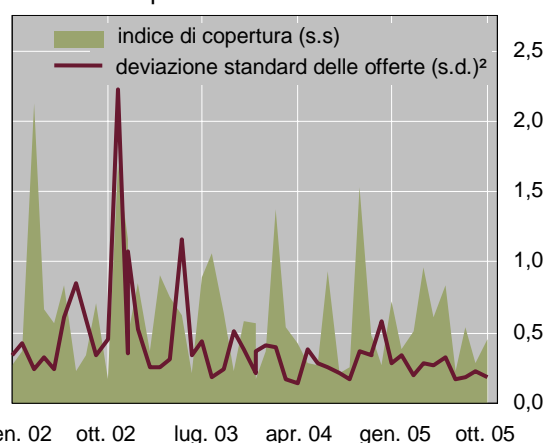
Nel frattempo, i provvedimenti presi dalle autorità paiono aver migliorato anche l'efficienza del mercato primario. A differenza di quanto avveniva nella seconda metà degli anni novanta, le aste di emissione non sono più penalizzate dall'incertezza circa l'ammontare offerto e gli effetti dei massimali di tasso. Di conseguenza, sia il livello sia la dispersione dei prezzi massimi e

Mercato primario dei titoli pubblici messicani: prezzi e indice di copertura

Scarto fra il prezzo massimo e minimo in asta^{1,2}



Indice di copertura



¹ Riferito alle aste sui titoli triennali. Le linee verticali rappresentano la dispersione delle offerte avanzate in sede di asta, mentre i punti rappresentano i prezzi di aggiudicazione. ² In pesos.

Fonte: Banco de México.

Grafico 6

⁷ Nel gennaio 2003 è stata introdotta un'imposta sugli interessi, che non si applica peraltro ai titoli emessi prima di tale data. Il bono con scadenza luglio 2011 è il titolo a più lungo termine fra quelli fiscalmente esenti in circolazione.

minimi di offerta hanno mostrato una tendenza calante negli ultimi anni (grafico 6). Ciò ha attenuato i rischi di prezzo in capo agli operatori del mercato primario, favorendone una più ampia partecipazione.

Risultati conseguiti e sfide per l'avvenire

Il Messico ha compiuto notevoli progressi nello sviluppare il mercato interno dei titoli di Stato. Ciò dovrebbe contribuire ad attutire i contraccolpi economici e finanziari di eventuali shock esterni. In particolare, l'abbandono delle emissioni indicizzate al dollaro ha rimosso una potenziale fonte di vulnerabilità per i conti pubblici, mentre l'allungamento delle scadenze ha diminuito il rischio di rifinanziamento. Si è inoltre osservato un certo miglioramento nella liquidità dei titoli sul mercato secondario, che ha concorso ad abbassare i costi di finanziamento del governo. L'accresciuta efficienza del mercato primario ha infine ridotto i rischi di prezzo cui sono esposti gli intermediari.

Sono tuttavia possibili ulteriori progressi. Sul mercato interno continua a gravare un notevole rischio di rifinanziamento, giacché i titoli a breve e quelli indicizzati rappresentano tuttora il 60% del debito totale in essere. Per giunta, la liquidità resta insufficiente per taluni tipi di titoli, in particolare le obbligazioni indicizzate. Dato l'ampio ventaglio di strumenti disponibili, si può ritenere che un ulteriore consolidamento nella tipologia dei titoli potrebbe senz'altro migliorare le condizioni di liquidità del mercato.

Resta poi da vedere se il ritorno degli investitori esteri al mercato interno messicano sia principalmente il frutto delle riforme macroeconomiche e strutturali attuate dal governo nell'ultimo decennio, o se non rispecchi invece una maggiore propensione degli investitori internazionali per attività relativamente rischiose. Negli anni recenti si è assistito a un aumento delle esposizioni verso un'ampia gamma di economie emergenti, comprese quelle che hanno fatto scarsi progressi nell'ambito delle riforme macroeconomiche e strutturali. Un eventuale peggioramento delle condizioni sui mercati mondiali del reddito fisso potrebbe pertanto costituire un importante banco di prova per la solidità dei risultati conseguiti dal Messico.

Riferimenti bibliografici

Agenor, P.R. e P.J. Montiel (1999): *Development macroeconomics*.

Banco de México (2004): *Annual Report*.

Borio, C.E.V. e F. Packer (2004): "Analisi dei nuovi orientamenti in materia di rischio paese", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 51-70.

Burger, J.D. e F.E. Warnock (2003): "Diversification, original sin and international bond portfolios", *International Finance Discussion Papers*, n. 755, Federal Reserve Board, aprile.

Eichengreen, B., R. Hausmann e U. Panizza (2003): "Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters", *NBER Working Papers*, n. 10036, ottobre.

Emerging Markets Traders Association (2005): *2004 Annual Debt Trading Volume Survey*, febbraio.

Gil Diaz, F. (2005): *The development of local markets: the Mexican case*, presentazione al Latin American Borrowers and Investors Forum, Miami, maggio.

Goldstein, M. e P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2002): *Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2002–2006 (PRONAFIDE)*.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2004): *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, quarto trimestre 2004.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2005): *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, primo trimestre 2005.

Sidaoui, J.J. (2002): "The role of the central bank in developing debt markets in Mexico", *BIS Papers*, n. 11, giugno.

