

Debito pubblico internazionale denominato in moneta locale: sviluppi recenti in America latina¹

I governi dell'America latina hanno tradizionalmente incontrato notevoli difficoltà a collocare titoli di debito denominati in moneta locale sui mercati internazionali. Ciononostante, tre paesi della regione hanno di recente effettuato emissioni di questo tipo, a indicare forse un cambiamento duraturo nelle modalità di raccolta dei mutuatari latinoamericani sui mercati mondiali. Resta tuttavia da vedere in che misura l'emissione di titoli di debito internazionali in moneta locale possa contribuire allo sviluppo dei mercati obbligazionari interni.

Classificazione JEL: E440, F340, G150, H630, O160

I governi dei paesi emergenti possono finanziarsi sul mercato interno o su quello internazionale, in moneta locale o in valuta. In America latina circa i due quinti dei titoli pubblici sono stati collocati sul mercato internazionale, e raramente denominati in moneta locale. È ormai ben noto come la dipendenza dal finanziamento in valuta possa contribuire a sbilanciare le posizioni in cambi e rendere i paesi più vulnerabili alle crisi in caso di shock esterni avversi.

Benché i governi latinoamericani abbiano accresciuto le dimensioni dei propri mercati obbligazionari interni, i loro collocamenti all'estero in moneta nazionale sono rimasti modesti. Nondimeno, negli ultimi anni tre paesi hanno emesso debito estero in moneta locale: l'Uruguay (2003 e 2004), la Colombia (2004 e 2005) e, più di recente, il Brasile (settembre 2005). Queste emissioni hanno attirato l'attenzione tanto delle autorità quanto dei mercati finanziari, e rappresentano un importante cambiamento nel modo in cui i mutuatari di questi paesi cercano di guadagnare l'accesso ai mercati esteri.

Questo saggio monografico è dedicato alle obbligazioni in moneta locale emesse di recente da soggetti sovrani latinoamericani sui mercati internazionali ed è strutturato come segue: dopo un'analisi delle specifiche caratteristiche di tali emissioni, verranno discussi gli importanti cambiamenti dei fattori ciclici e strutturali che ne hanno favorito il collocamento, nonché la possibilità che esse

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Si ringraziano Angus Butler, Claudio Borio, Gregor Heinrich, Corrinne Ho, Serge Jeanneau, Ana Fernanda Maihuasca, Ramón Moreno, Frank Packer, Michela Scatigna, Philip Turner, Agustín Villar e William White per le loro osservazioni.

entrino definitivamente a far parte delle fonti di raccolta di queste economie. Si passerà quindi a esaminare il loro potenziale impatto sullo sviluppo dei mercati obbligazionari interni della regione, presentando infine alcune considerazioni conclusive.

Obbligazioni sovrane globali denominate in moneta locale

Le difficoltà che alcuni paesi incontrano nel mutuare all'estero capitali nella propria moneta sono spesso denominate nella letteratura accademica "peccato originale", alludendo a lacune strutturali profondamente radicate, nonché a caratteristiche intrinseche del sistema finanziario globale². In effetti, come già accennato, solo di rado i soggetti sovrani latinoamericani si sono indebitati sui mercati mondiali nella propria moneta. Tuttavia, negli ultimi anni tre paesi della regione hanno voluto rompere con questa tradizione.

Nell'ottobre 2003, nell'ambito del suo programma di ristrutturazione del debito, l'Uruguay ha emesso obbligazioni globali in moneta nazionale (tabella 1) indicizzate all'inflazione interna per UYU 7,3 miliardi (\$290 milioni), con cedola del 10,5% e pagamenti in linea interessi e capitale in dollari USA³. Nell'agosto 2004 è stata effettuata una nuova emissione globale, pari a UYU 8,2 miliardi (\$250 milioni), questa volta non indicizzata all'inflazione. Essa si è rivelata assai onerosa per un titolo a così breve scadenza (due anni), giacché la cedola superava il 17%.

In Colombia, nel novembre 2004 il governo ha emesso un titolo per COP 954,2 miliardi (\$375 milioni), anch'esso regolato in dollari USA. L'obbligazione (TES Global) è stata collocata a condizioni molto vantaggiose per il prestatore, ossia con una cedola dell'11,75% e una scadenza superiore ai cinque anni. La domanda è stata forte e le sottoscrizioni hanno raggiunto \$1,1 miliardi. A quanto risulta, gli investitori statunitensi hanno acquistato il 65% dell'emissione, quelli europei il 30% e quelli latinoamericani il 5%. A riprova del suo successo, l'emissione è stata riaperta nel gennaio 2005 per un importo di COP 293,7 miliardi (\$125 milioni). Entrambe le tranche sono state emesse a costi inferiori (di 50 e 31 punti base rispettivamente) a quelli prevalenti nel mercato obbligazionario nazionale. Nel febbraio 2005 è stato lanciato un nuovo prestito a condizioni molto simili ma con scadenza a più lungo termine (10,7 anni). Anche in questo caso, il costo del finanziamento esterno è risultato inferiore a quello sull'interno (20 punti base al disotto del costo estrapolato di titoli equivalenti emessi sul mercato nazionale)⁴.

² Il peccato originale avrebbe due dimensioni, una internazionale, che concerne l'impossibilità di indebitarsi all'estero in moneta nazionale, e una interna, relativa all'impossibilità di indebitarsi sull'interno a tassi fissi a lungo termine. Cfr. Eichengreen et al. (2005).

³ Prima di essere convertito e corrisposto in dollari USA, l'importo del rimborso in pesos uruguayani sarà determinato in base alle variazioni delle unità monetarie indicizzate all'inflazione dalla data di emissione a quella del rimborso. Calcoli simili si applicano ai pagamenti in linea interessi al tasso nominale riportato nella relativa documentazione.

⁴ Come indicato dal Ministerio de Hacienda y Crédito Público colombiano nel relativo comunicato stampa. Cfr. www.minhacienda.gov.co.

Alcune emissioni di debito pubblico internazionale in moneta locale						
Paese	Data di emissione	Data di scadenza	Importo emesso ¹	Cedola	Rating: Moody's/ Fitch/S&P	Mercato
Argentina	dic. 1996	dic. 1998	250	8,75	Non disponibile	Euroobbligazioni
Argentina	feb. 1997	feb. 2007	500	11,75	Ca/D/D	Coll.to privato
Argentina ^{2,3}	giu. 1997	lug. 2049	500	8,75	WR/D/NR	Coll.to privato
Argentina ³	lug. 1997	lug. 2049	500	8,75	WR/D/NR	Euroobbligazioni
Argentina ⁴	giu. 2001	set. 2008	931	12,00	Ca/NA/D	Globale
Brasile	set. 2005	gen. 2016	1 479	12,50	B1/NA/BB-	Globale
Colombia ⁵	nov. 2004	mar. 2010	500	11,75	Ba2/BB/BB	Globale
Colombia	feb. 2005	ott. 2015	325	12,00	Ba2/BB/BB	Globale
Uruguay ⁶	ott. 2003	ott. 2006	290	10,50	B3/B/B	Globale
Uruguay	ago. 2004	feb. 2006	250	17,75	B3/B/B	Globale

Nota: la procedura di collocamento privato (*private placement*) evita il costo della registrazione presso la Securities and Exchange Commission statunitense, obbligatoria per le emissioni globali, e comporta clausole di salvaguardia più restrittive e più facili da rinegoziare in caso di moratoria, nonché costi di distribuzione inferiori.

¹ In mancanza di dati ufficiali, calcolato utilizzando il tasso di cambio medio mensile; in milioni di dollari USA. ² Emessa ai sensi della Rule 144A. ³ Offerta nel quadro di un'operazione di concambio. ⁴ Emessa in cambio di determinate obbligazioni denominate in pesos argentini. ⁵ Riapertura dell'emissione nel gennaio 2005 per un importo aggiuntivo di \$125 milioni. ⁶ Indicizzata all'inflazione e contenente clausole di azione collettiva.

Fonte: Bloomberg. Tabella 1

Le obbligazioni internazionali in moneta locale regolate in dollari USA ...

Più di recente – nel settembre 2005 – il Brasile ha seguito l'esempio di Uruguay e Colombia, emettendo obbligazioni globali per BRL 3,4 miliardi (\$1,5 miliardi) con scadenza superiore a 10 anni e cedola del 12,5%. Tali obbligazioni, al pari di quelle sopra descritte, corrispondono interessi e capitale in dollari USA. Il collocamento brasiliano è stato un successo in quanto la domanda ha di gran lunga superato l'offerta e la sua distribuzione è stata realmente globale, con investitori provenienti soprattutto da Europa e Stati Uniti. L'emissione ha altresì ampliato oltre i 10 anni la curva dei rendimenti sui titoli di Stato a tasso fisso in real, che nel mercato nazionale non supera i sette anni.

... trasferiscono sugli investitori il rischio di cambio, liberandoli al contempo dai rischi di convertibilità

I collocamenti brasiliani e colombiani sono particolarmente interessanti per diversi motivi. In primo luogo, a differenza di quelli uruguaiani, non sono il risultato di una ristrutturazione del debito; essi presentano inoltre scadenze relativamente lunghe; infine, non sono indicizzati all'inflazione, ma denominati in moneta locale a un tasso di interesse fisso, trasferendo così dallo Stato agli investitori sia il rischio di inflazione che quello di cambio. Al tempo stesso, analogamente a una delle emissioni uruguaiane, essendo regolati in dollari

USA questi titoli sollevano l'investitore dai *rischi di convertibilità* associati a controlli valutari⁵.

Fattori di sostegno

Cosa ha reso possibile l'emissione di queste obbligazioni? In certa misura, le tensioni finanziarie hanno costretto i governi a esplorare nuove possibilità di finanziamento. In passato i paesi che hanno gradualmente sormontato le difficoltà associate all'emissione di debito in moneta locale lo hanno fatto in seguito a shock rilevanti che li hanno indotti ad accollarsi gli elevati costi iniziali di questo tipo di collocamenti⁶. Nei casi in esame, le turbolenze finanziarie tra la fine degli anni novanta e gli inizi di questo decennio hanno spinto i governi a ricercare fonti alternative di raccolta per ridurre la propria vulnerabilità esterna. Da allora, le autorità hanno tendenzialmente allungato la durata delle emissioni sui mercati internazionali ed evitato i problemi di rifinanziamento connessi con la concentrazione delle scadenze, e si stanno ora orientando verso i collocamenti in moneta locale per eludere il rischio di disallineamenti valutari.

Le crisi hanno anche indotto miglioramenti strutturali interni che hanno attratto gli investitori. Brasile e Colombia hanno proseguito sul cammino delle importanti riforme economiche e istituzionali avviate agli inizi degli anni novanta, compiendo inoltre notevoli progressi con l'adozione di un sistema di cambi flessibili e di un credibile regime di *inflation targeting*⁷. A partire dalla rinegoziazione del debito dei primi anni 2000, anche l'Uruguay ha attuato riforme di rilievo che hanno migliorato il profilo economico e finanziario del paese.

I cambiamenti strutturali intervenuti a livello mondiale hanno altresì favorito le emissioni internazionali in moneta locale. Ad esempio, la tendenza globale verso la disinflazione ha sostenuto gli sforzi compiuti dai mercati emergenti per tenere sotto controllo la crescita dei prezzi, e sembra diminuire la percezione dei rischi connessi con un'elevata inflazione nell'area emergente. Nel contempo, la crescente integrazione dei mercati finanziari su scala mondiale ha ampliato il novero di coloro che investono in titoli di mercati emergenti⁸.

Le crisi finanziarie hanno obbligato i governi a trovare fonti di finanziamento alternative

Riforme e miglioramento dei fondamentali attirano gli investitori ...

⁵ Il 15 dicembre 2004 la Colombia ha varato misure di controllo amministrativo che impongono un periodo di detenzione minimo di un anno per i nuovi investimenti di portafoglio a breve termine provenienti dall'estero. Il provvedimento è tuttora in vigore.

⁶ Secondo Bordo et al. (2005), per il Canada lo shock coincise con la seconda guerra mondiale, mentre per Australia, Nuova Zelanda e Sudafrica esso fu rappresentato dal crollo del sistema di Bretton Woods, con l'avvento di tassi nominali fluttuanti e l'abolizione dei controlli sui movimenti di capitale. Per alcune misure dei disallineamenti valutari aggregati fra attività e passività di bilancio come indicatore della vulnerabilità di un paese alle crisi, cfr. Goldstein e Turner (2004).

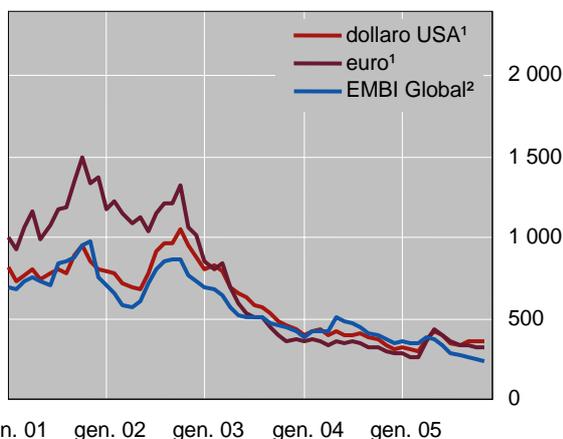
⁷ L'instaurazione di una politica monetaria credibile è un elemento essenziale di queste riforme. Jeanne (2003) afferma che la credibilità della politica monetaria è un fattore chiave per la scelta della denominazione valutaria del debito pubblico.

⁸ Per un'analisi dell'evoluzione dei rapporti tra mercati finanziari maturi ed emergenti, cfr. Wooldridge et al. (2003).

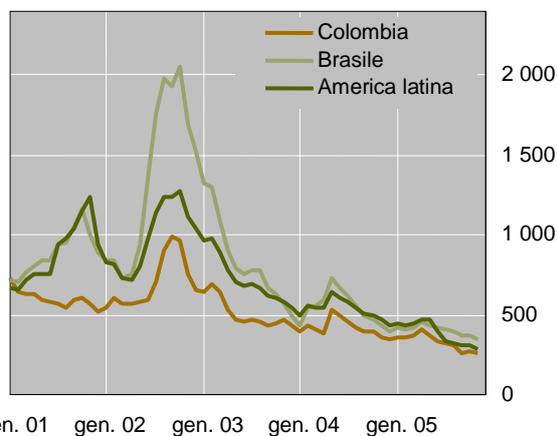
Spread creditizi nei mercati emergenti e sviluppati

In punti base

Alto rendimento



America latina^{2,3}



¹ Spread sui rendimenti dei titoli di Stato rettificati per le opzioni (*option-adjusted*); indici Merrill Lynch per le obbligazioni societarie. ² *Stripped spread* sovrano rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato; indici obbligazionari JPMorgan Chase per le obbligazioni dei mercati emergenti (EMBI). ³ EMBI+.

Fonti: JPMorgan Chase; Merrill Lynch.

Grafico 1

... come anche
i fattori ciclici
favorevoli ...

Vi sono stati anche altri fattori di sostegno, di natura più marcatamente ciclica. Un importante aspetto a livello mondiale è stata la combinazione di bassi tassi di interesse nelle economie sviluppate e un'abbondante liquidità nei mercati finanziari. Ciò ha reso gli operatori propensi ad assumere rischi maggiori su tutta una gamma di strumenti, compresi i titoli di mercati emergenti. Di fatto, dal 2002 gli spread sul debito emesso sia da imprese dei paesi sviluppati sia da prenditori dei mercati emergenti seguono una perdurante tendenza calante e, nel caso del debito sovrano dei mercati emergenti, inclusa l'America latina, sono scesi ai minimi storici negli ultimissimi anni (grafico 1).

Un altro fattore, anch'esso in buona parte di natura ciclica, che ha attirato gli investitori è stato il marcato apprezzamento dei tassi di cambio in America latina, amplificato da sviluppi internazionali quali i recenti aumenti dei prezzi

Indicatori macroeconomici di Brasile, Colombia e Uruguay

2000-04

	Brasile		Colombia		Uruguay	
	2000	2004	2000	2004	2000	2004
PIL reale ¹	4,4	4,9	2,9	4,0	-1,4	12,0
Prezzi al consumo ¹	7,0	6,6	9,2	5,9	4,8	9,2
Saldo di bilancio ^{2,3}	3,5	4,6	-6,8	-4,5	-4,0	-2,4
Conto corrente ²	-4,0	1,9	0,9	-1,0	-2,8	-0,8
Tasso di cambio effettivo reale ⁴	83,3	67,1	100,8	92,6	114,1	97,2
Debito estero ²	39,5	36,4	43,1	41,1	72,7	99,3
Riserve valutarie ⁵	32,5	52,7	8,4	12,8	2,4	2,5

¹ Variazioni sull'anno precedente, in percentuale. ² In percentuale del PIL. ³ Saldo primario.

⁴ 1995 = 100. ⁵ In miliardi di dollari USA.

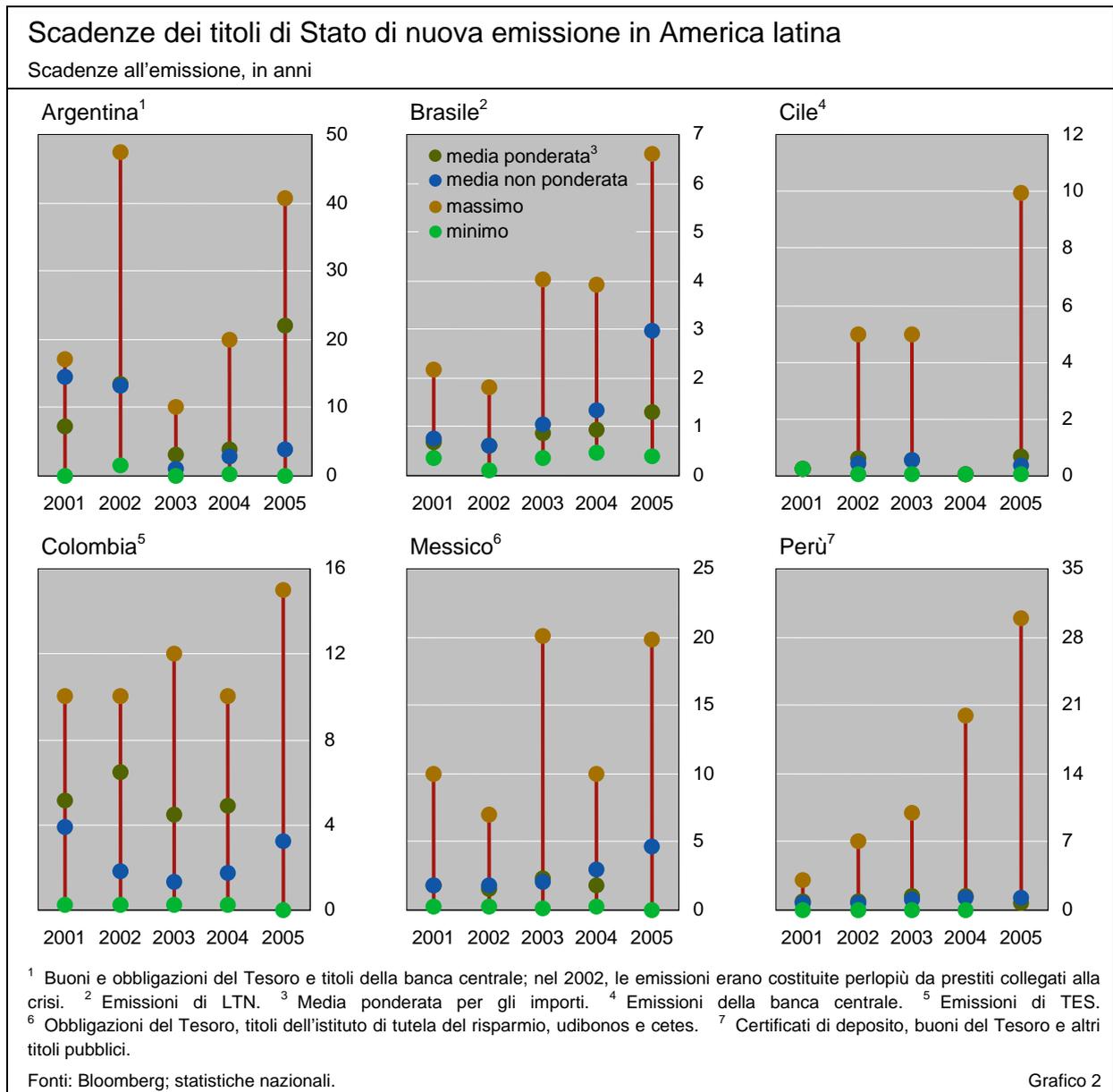
Fonti: FMI; IIF; statistiche nazionali.

Tabella 2

delle materie prime e la debolezza del dollaro USA, nonché dal miglioramento delle grandezze fondamentali di queste economie (ad esempio, il saldo del conto corrente), fattori tutti caratterizzati da una forte componente ciclica⁹.

Ciononostante, permangono alcune zone d'ombra. I fondamentali dei tre paesi campione (tabella 2) non sono migliorati molto di più di quelli di gran parte delle altre economie della regione che non hanno emesso obbligazioni globali in valuta locale. I casi di Cile e Perù, dove le condizioni macroeconomiche sono parimenti migliorate in misura significativa, suggeriscono che fondamentali più positivi e un contesto esterno favorevole non bastano a stimolare l'emissione internazionale di debito in moneta locale. Per quanto

... ma il miglioramento delle grandezze fondamentali non è una ragione sufficiente



⁹ Dopo aver esaminato i fattori alla base delle scelte di denominazione valutaria delle emissioni debitorie internazionali, Cohen (2005) giunge alla conclusione secondo cui i collocamenti in una data moneta sono tanto maggiori quanto più essa è forte rispetto alla media storica e quanto più alti sono i suoi tassi di interesse a lungo termine in confronto a quelli delle altre principali valute.

riguarda il Cile, non si è forse prospettata la necessità di sperimentare nuovi strumenti di debito giacché il paese ha mantenuto per anni il bilancio in attivo. In Perù le autorità di governo si sono concentrate invece sullo sviluppo del mercato obbligazionario interno in moneta locale, con l'ulteriore obiettivo di estendere le scadenze sulla curva dei rendimenti (grafico 2). Inoltre, il quadro normativo di Cile e Perù rende i mercati interni più accessibili agli investitori esteri rispetto al Brasile o alla Colombia, riducendo in certa misura l'attrattiva delle obbligazioni internazionali in moneta locale.

Sostenibilità delle tendenze recenti

I collocamenti di queste obbligazioni possono ancora aumentare ...

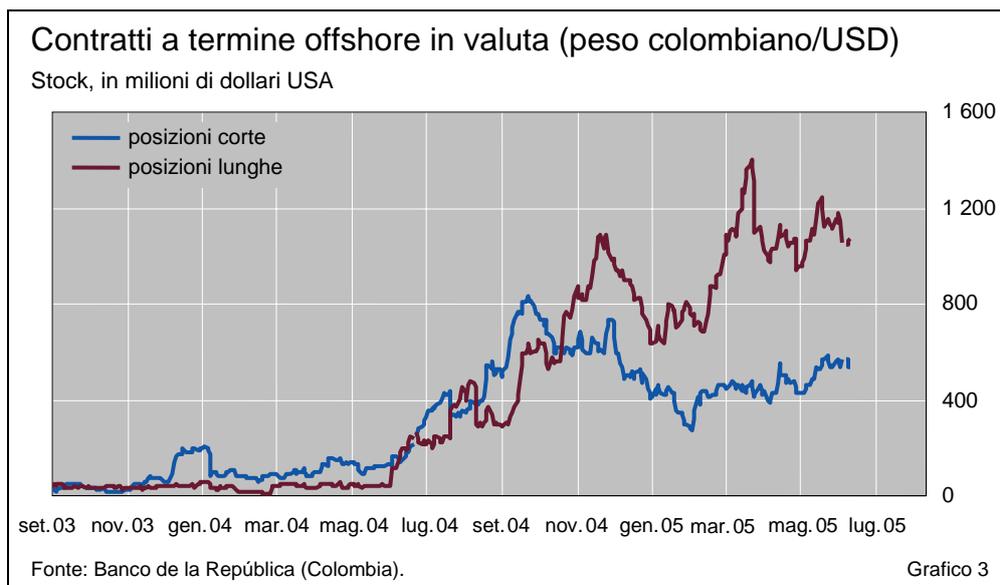
Le emissioni globali in moneta locale hanno un futuro nella regione? A giudicare dalle dimensioni attuali, esse potrebbero ancora crescere notevolmente. In Brasile le obbligazioni globali in real rappresentano solo il 2% del debito pubblico internazionale in essere, mentre per l'Uruguay la quota corrispondente è di appena il 4,8%. Nonostante l'accoglienza favorevole loro riservata, le obbligazioni colombiane di questo tipo concorrono soltanto per il 7% allo stock di titoli pubblici internazionali del paese.

... sebbene i precedenti storici non forniscano alcuna garanzia

Eppure, anche tenendo conto del potenziale di crescita, non è ancora chiaro se la recente tendenza a collocare titoli globali in moneta locale sia destinata o meno a perdurare. Il fatto che un paese sia in grado di emettere passività di questo tipo sui mercati internazionali in un dato momento non implica che lo sarà ancora in futuro. Ad esempio, l'Argentina ha effettuato diverse emissioni obbligazionarie in valuta locale durante gli anni novanta (tabella 1), inclusa una nel 1997 per un controvalore di \$500 milioni, non indicizzata e con scadenza a 10 anni. Anche se all'epoca in molti avrebbero potuto affermare che per l'Argentina l'accesso ai mercati internazionali non era più un problema, esso si complicò notevolmente sulla scia della moratoria russa del 1998.

Il maggiore impegno in favore di regimi di cambio più flessibili dovrebbe tuttavia far ben sperare per quanto riguarda la sostenibilità di questo tipo di raccolta. In tutti e tre i paesi qui esaminati si stanno consolidando sia la liberalizzazione dei sistemi finanziari e monetari, sia politiche valutarie flessibili e determinate dal mercato. Se i tassi di cambio fluttuanti espongono gli investitori a una maggiore volatilità nel breve periodo, essi possono ridurre i rischi e le vulnerabilità in futuro; per converso, i regimi di cambio fisso eliminano sì la volatilità a breve termine, ma comportano il rischio di svalutazioni improvvise. Inoltre, le valute che non hanno un rapporto di cambio fisso (o quasi fisso) con il dollaro USA potrebbero offrire maggiori opportunità di diversificazione rispetto a quelle che vi sono *de facto* ancorate¹⁰.

¹⁰ McCauley e Jiang (2004) analizzano i modi in cui le obbligazioni in valuta locale possono trovare collocazione in un portafoglio internazionale a reddito fisso, rilevando le opportunità di diversificazione offerte dalle obbligazioni asiatiche in moneta locale. Secondo Turner (2005), le correlazioni tra rendimenti mensili di un portafoglio di obbligazioni asiatiche in moneta locale e quelli di investimenti in dollari in titoli di mercati emergenti, Giappone, Stati Uniti ed Europa sono pari rispettivamente a 0,4, 0,14, 0,42 e 0,43.



Al tempo stesso, per favorire l'emissione di obbligazioni globali in moneta locale su scala molto più vasta potrebbe essere necessario sviluppare mercati per le operazioni di copertura¹¹. Sebbene l'Uruguay non disponga di alcun tipo di mercato formale, vi è un mercato ben consolidato e liquido per i contratti a termine non consegnabili (*non-deliverable forward*, NDF) sul real brasiliano. Il peso colombiano ha un mercato NDF liquido (interno ed esterno), attualmente concentrato sulle scadenze brevi. È interessante notare come il volume delle contrattazioni a termine sul peso colombiano sia aumentato notevolmente a seguito dell'emissione del novembre 2004 (grafico 3), a riprova che la raccolta in moneta locale può *stimolare* i mercati per la copertura del rischio di cambio.

Implicazioni per lo sviluppo dei mercati obbligazionari interni

I mercati obbligazionari nazionali dell'America latina non sono particolarmente ampi (\$651 miliardi nel 2004) rispetto a quelli di altre regioni emergenti (tabella 3). Perché allora alcuni governi hanno preferito collocare obbligazioni globali in moneta locale piuttosto che sviluppare i mercati interni?

Esistono infatti diverse ragioni per cui le emissioni globali in valuta locale possono arrecare pregiudizio allo sviluppo del mercato nazionale. In particolare, questo necessita di liquidità, che può risultare frammentata dalle emissioni internazionali in moneta locale¹². Ciononostante, i tre paesi qui analizzati sembrano essere stati mossi da diverse altre considerazioni.

Le emissioni di obbligazioni globali in moneta locale potrebbero nuocere ai mercati obbligazionari nazionali ...

¹¹ Secondo Burger e Warnock (2004), gli investitori che risiedono negli Stati Uniti e operano sui mercati delle obbligazioni in valuta locale del mondo intero tendono a evitare i rendimenti con elevata varianza e asimmetria negativa. Per questi investitori, la copertura delle posizioni in cambi ha un ruolo centrale, poiché la varianza dei rendimenti delle obbligazioni in moneta locale dipende in larga misura dalla volatilità del rischio di cambio. Di fatto, Bordo et al. (2005) sottolineano come l'innovazione dei derivati su cambi sia stata essenziale affinché gli ex possedimenti britannici potessero emettere debito estero nelle rispettive monete.

¹² McCauley e Remolona (2000) sostengono che un più ampio stock di debito delle amministrazioni centrali collocato pubblicamente accresce il volume delle contrattazioni a contante e in futures e, a sua volta, la liquidità dei mercati dei titoli pubblici. Jiang e McCauley

Dimensione dei mercati obbligazionari locali latinoamericani				
Ammontare in essere a fine 2004				
	Titoli pubblici		Totale	
	in miliardi di dollari USA	in percentuale del PIL	in miliardi di dollari USA	in percentuale del PIL
Argentina	9,6	6,3	24,3	16,0
Brasile	295,9	49,0	371,6	61,5
Cile	20,0	21,2	41,8	44,4
Colombia	29,6	30,4	30,2	31,0
Messico	153,1	22,7	176,9	26,2
Perù	4,0	5,8	7,1	10,3
America latina ¹	512,2	30,3	651,8	38,5
<i>Per memoria:</i>				
Corea	170,5	25,1	567,6	83,4
Filippine	24,9	29,4	25,2	29,7
Indonesia	51,0	19,8	57,9	22,5
Repubblica ceca	58,0	54,2	65,8	61,5
Sudafrica	78,3	36,7	104,6	49,1

¹ Somma dei paesi sopra elencati.
 Fonti: FMI; BRI.

Tabella 3

Nel caso dell'Uruguay la decisione è stata in gran parte indotta dal processo di ristrutturazione del debito, il cui principale obiettivo era quello di ridurre progressivamente l'onere debitorio. In seguito alla crisi finanziaria, la raccolta sull'interno non era semplicemente più percorribile e i collocamenti globali hanno fornito una base su cui costruire i futuri mercati.

In Brasile e Colombia fattori istituzionali limitavano l'accesso degli investitori stranieri ai mercati obbligazionari locali; pertanto, la scelta del collocamento globale in moneta locale era forse la migliore alternativa per ampliare il novero degli investitori nei due paesi e ridurre i rischi di disallineamenti valutari. In numerosi casi, le obbligazioni globali hanno permesso agli investitori stranieri di aggirare gli ostacoli agli acquisti esteri sui mercati locali¹³. Ad esempio, le obbligazioni globali analizzate in questo studio sono tutte soggette alla giurisdizione e alle leggi dello Stato di New York, il che – in caso di moratoria – le rende più appetibili per gli investitori internazionali rispetto alle obbligazioni interne. Inoltre, essendo emesse sui mercati

... ma restano la soluzione ottimale dati gli ostacoli agli acquisti esteri di titoli nazionali

(2004) osservano inoltre che il fattore dimensionale incide sulla liquidità nei mercati delle obbligazioni asiatiche in moneta locale.

¹³ In Brasile è possibile investire solo se si è registrati presso la Comissão de Valores Mobiliários e la banca centrale. È inoltre necessario disporre di un rappresentante legale. Gli investimenti sono assoggettati a un'imposta del 15% sulle plusvalenze patrimoniali; altre imposte possono essere applicate in determinati casi. In Colombia gli stranieri che desiderano investire in titoli del mercato interno sono soggetti a diverse restrizioni. Ad esempio, essi sono tenuti a creare un fondo comune, pagare imposte in funzione del loro status fiscale e della categoria dell'investimento (attualmente l'imposta sul reddito può raggiungere il 35%, ma può essere applicato un supplemento del 10% che porta l'aliquota massima al 38,5%; vige altresì un'imposta dello 0,4% sulle transazioni finanziarie), e da fine 2004 sono soggetti a controlli sui capitali che impongono un periodo minimo di detenzione pari a un anno per tutti gli investimenti di portafoglio.

internazionali, sollevano gli investitori da eventuali vincoli (come obblighi di registrazione, ritenute fiscali e controlli sui movimenti di capitale) associati con l'acquisto di titoli nazionali.

Conclusioni

Il successo dei titoli di debito internazionali in moneta locale emessi dai governi di Brasile, Colombia e Uruguay ha offerto notevoli vantaggi tanto ai prenditori sovrani quanto agli investitori. I primi beneficiano del miglioramento della composizione per valute del loro debito estero e dell'attenuazione del *rischio di cambio*, riducendo in tal modo le vulnerabilità associate ai disallineamenti valutari. I secondi traggono vantaggio dall'ampliamento del portafoglio di investimento e da un maggiore potenziale di rendimento, evitando al tempo stesso i costi connessi con l'acquisto di titoli sui mercati nazionali. Inoltre, poiché i pagamenti sono effettuati in dollari USA, gli investitori evitano i *rischi di convertibilità* legati all'imposizione di controlli sui movimenti di capitale.

Non vi sono tuttavia garanzie che il recente aumento delle emissioni di questo tipo da parte dei soggetti sovrani della regione rifletta una tendenza duratura. Il passato fornisce numerosi esempi di come le preferenze degli investitori internazionali possano mutare rapidamente. Resta da vedere se il mercato globale potrà essere una fonte stabile di finanziamento in moneta locale nei periodi di turbolenza.

Un'importante questione per il futuro risiede nella misura in cui le emissioni globali in valuta locale possano contribuire allo sviluppo dei mercati obbligazionari nazionali. Da una parte, l'esperienza di alcuni paesi suggerisce che i mercati interni possono svilupparsi senza l'ausilio di collocamenti globali in moneta locale. In teoria, questi ultimi potrebbero anzi ostacolare lo sviluppo dei mercati nazionali, limitando le economie di scala realizzabili in termini di liquidità. Nondimeno, in presenza di impedimenti istituzionali all'investimento estero nei mercati interni, le obbligazioni globali in moneta locale possono fornire un'alternativa ottimale, contribuendo ad ampliare il novero degli investitori e ad allungare la curva dei rendimenti in valuta locale, almeno finché tali ostacoli non saranno eliminati.

Riferimenti bibliografici

Bordo, M., C. Meissner e A. Redish (2005): "How original sin was overcome: the evolution of external debt denominated in domestic currencies in the United States and the British dominions, 1800-2000", in B. Eichengreen e R. Hausmann (ed.), *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economics*.

Burger, J. e F. Warnock (2004): "Foreign participation in local-currency bond markets", *International Finance Discussion Papers*, n. 794, Board of Governors del Federal Reserve System, febbraio.

Cohen, B. (2005): "Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 57-71.

- Eichengreen, B., R. Hausmann e H. Panizza (2005): "The pain of original sin", in B. Eichengreen e R. Hausmann (ed.), *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economics*.
- Goldstein, M. e P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Jeanne, O. (2003): "Why do countries borrow in foreign currency?", *Discussion Paper Series*, n. 4030, Centre for Economic Policy Research.
- Jiang, G. e R. McCauley (2004): "I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 69-82.
- McCauley, R. e G. Jiang (2004): "Diversificazione di portafoglio attraverso le obbligazioni asiatiche in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 53-70.
- McCauley, R. ed E. Remolona (2000): "Dimensione e liquidità dei mercati delle obbligazioni di Stato", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 58-67.
- Turner, P. (2005): "A foreign appetite for local currency bonds ... without complex sauces?", documento preparato per il simposio sul tema *Sovereign debt and innovative financing instruments for emerging markets* di Reinventing Bretton Woods Committee / Banca centrale della Repubblica di Turchia / World Economic Forum, maggio.
- Wooldridge, P., D. Domanski e A. Cobau (2003): "Evoluzione dei nessi fra mercati maturi ed emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 47-58.

