

L'esperienza dell'euromercato nelle emissioni di obbligazioni paniere²

Il limitato successo delle obbligazioni internazionali in ECU negli anni ottanta e novanta si deve più ai vincoli posti all'internazionalizzazione del marco tedesco e all'attività speculativa che non ai meri vantaggi della diversificazione. L'emissione di obbligazioni paniere rischia di ridurre la liquidità dei mercati obbligazionari interni.

Classificazione JEL: E42, E58, F02, F31, F33, F36, G15

Fra le priorità dei *policymaker* asiatici, l'espansione dei mercati interni del reddito fisso occupa un posto di primo piano. La crisi finanziaria del 1997-98 aveva evidenziato come mercati obbligazionari locali più sviluppati avrebbero potuto limitare il rischio di asimmetrie fra passività in valuta estera e attività in moneta nazionale. In seguito alla crisi le stesse banche centrali hanno aderito a una rete di accordi di *swap* per prevenire il ripetersi di attacchi speculativi prima su una e poi su un'altra valuta. Con il disancoraggio del renminbi cinese dal dollaro USA, la concertazione della politica valutaria è divenuta il terzo pilastro della cooperazione regionale, affiancandosi allo sviluppo del mercato obbligazionario e alla gestione condivisa delle riserve in valuta.

In tale contesto, il mercato euroobbligazionario potrebbe costituire un precedente per lo sviluppo di mercati regionali al servizio della cooperazione finanziaria, valutaria e monetaria. In particolare, l'impiego da parte degli operatori di un paniere valutario come quello usato a suo tempo in Europa – che avrebbe poi dato vita all'euro – è considerato da molti come un modello che ben si adatta alla realtà asiatica. Fra i sostenitori di questa teoria vi sono Chaipravat et al. (2003) e Ito (2004)³. Quest'ultimo collega l'emissione di

¹ Già *Head of Regulatory Policy* presso la International Capital Market Association (ICMA) ed ex Segretario generale della International Primary Market Association (IPMA).

² Si ringraziano Claudio Borio, Chris Golden, Jacob Gyntelberg, Louis de Montpellier e Charles Wyplosz per i commenti, nonché Stephan Arthur, Sansau Fung, Denis Pêtre e Swapan-Kumar Pradhan per l'assistenza alla ricerca. Una prima versione di questo studio è stata presentata al convegno "Global Imbalances and Asian Financial Markets" tenutosi il 30 settembre 2005 presso la University of California, Berkeley. Le opinioni qui espresse sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della IPMA, della ICMA o della BRI.

³ Cfr. anche Mori et al. (2002), Plummer e Click (2005), nonché Eichengreen (2006).

obbligazioni multivalutarie alla gestione prospettica delle monete in rapporto a un paniere comune, sulla falsariga di quanto proposto da Williamson (1999). Più di recente, in ASEAN+3 (2005) si è accennato alla possibile emissione di obbligazioni denominate in un paniere di valute in Asia (cfr. anche Jung et al., 2002).

Ma qual è stata l'esperienza dell'euromercato in materia di "obbligazioni paniere"? Gli emittenti si sono avvalsi di panieri ufficialmente definiti, o non hanno piuttosto adattato questi ultimi alle proprie esigenze? E il loro ricorso a tale forma di raccolta è stato dettato da motivi di diversificazione o vi erano altre ragioni?

Il presente studio monografico tenterà di rispondere a tali quesiti. Nella sezione che segue verrà analizzata l'emissione di obbligazioni paniere sull'euromercato prima del 1999, anno di introduzione dell'euro; in quelle successive verranno esaminati i vantaggi e gli svantaggi di ordine teorico e pratico connessi con questo tipo di obbligazioni; nell'ultima sezione, infine, saranno tracciate alcune considerazioni conclusive.

Le obbligazioni paniere sul mercato internazionale

Un paniere valutario è formato dalla media ponderata di un insieme di monete. Il modello più elementare comprende due sole valute, ad esempio 50 centesimi di dollaro USA e 60 yen. L'emittente di un prestito obbligazionario così denominato si impegna a corrispondere capitale e interessi per l'ammontare calcolato alla data di pagamento sulla base del tasso di cambio a pronti di ciascuna delle due divise in rapporto alla moneta di regolamento, e sommando quindi i due importi.

Nella seconda metà del XX secolo sono stati utilizzati quattro panieri di denominazione per le obbligazioni internazionali. Tre di essi hanno rivelato una scarsa capacità di tenuta, mentre il quarto – che dal 1999 in poi ha dato vita all'euro – ha registrato un discreto successo. Con un'unica eccezione, le controparti private hanno sempre adottato le esistenti unità di conto ufficiali, incorrendo nel rischio che l'autorità che le aveva introdotte cambiasse la denominazione del paniere o cessasse di utilizzarlo⁴.

Le monete che costituivano il paniere erano in genere virtuali, ossia inutilizzabili in sede di regolamento. Gli investitori acquistavano i titoli contro un ammontare di valuta effettiva, e in valuta effettiva – solitamente dollari USA – riscuotevano somme a titolo di capitale e interessi. Si diceva che le banche del

Quattro panieri di denominazione delle obbligazioni sull'euromercato:

⁴ Esistono diversi precedenti di obbligazioni a denominazione multipla. Prima della guerra del 1915-18 le obbligazioni internazionali emesse in Europa erano non di rado denominate in più valute o in franchi oro. Un titolo di questo tipo, usato fra gli altri dalle Ferrovie russe, conferiva al detentore il diritto di essere pagato in una varietà di monete, solitamente franchi francesi, marchi del Reich o lire sterline, al tasso di cambio a pronti vigente alla data di emissione. Più che l'aggancio a un paniere monetario, tali contratti contemplavano – unitamente alle clausole di indicizzazione all'oro, assai diffuse a quell'epoca – vere e proprie opzioni valutarie, che proteggevano l'investitore dal rischio di una svalutazione. Dopo la caduta del regime di cambi fissi di Bretton Woods vi fu una breve ondata di emissioni obbligazionarie a doppia denominazione (ad esempio, marco tedesco/dollaro USA). Questi titoli, tuttavia, erano normali obbligazioni che incorporavano un'opzione valutaria a lunga scadenza, e sarebbe quindi improprio definirli obbligazioni paniere.

Benelux guadagnassero meno dall'intermediazione dei titoli che non dal cambio di cedole contro valuta nazionale effettuato annualmente presso i loro sportelli in Lussemburgo. Solo l'ultimo paniere, l'ECU (per la definizione, cfr. sezione seguente), riuscì a beneficiare dei servizi di compensazione offerti da una banca belga nei primi anni ottanta, sicché il servizio del debito denominato in ECU poté essere regolato in tale unità di conto.

L'unità di conto europea (UCE)

l'unità di conto
europea ...

Il primo paniere valutario a essere utilizzato in Europa dopo la seconda guerra mondiale fu l'unità di conto europea. Questa era basata sulle valute dei 17 paesi costituenti l'Unione europea dei pagamenti e si prefiggeva l'obiettivo di preservare il valore in oro di un investimento. La prima euroobbligazione, lanciata da un prestatore portoghese, era denominata nell'UCE. Secondo quanto sostiene Gallant (1988, pag. 77), i titoli denominati nell'UCE erano strumenti complessi, il cui valore era collegato all'andamento delle 17 valute e del prezzo dell'oro. Il destinatario del pagamento nell'UCE – l'emittente prima e l'investitore poi – poteva scegliere la valuta di regolamento (Fisher, 1981, pag. 140). Tra il 1963 e il 1982 furono lanciate 96 emissioni per complessivi \$2 miliardi (Gallant, *ibid*). La definizione del paniere mutò in conseguenza del crollo del sistema di Bretton Woods. Stando a De Beckker (1984, pag. 129), a partire dal 1972 – ossia da quando, almeno per le valute degli Stati membri della CEE, il sistema delle parità fisse nei confronti dell'oro fu sostituito da un sistema di tassi centrali – si affermò una nuova UCE, basata sui tassi centrali delle nove valute della CEE. In realtà, l'originaria unità di conto non riuscì mai a imporsi né tra gli investitori né tra gli emittenti.

L'unità composita europea (eurco)

... l'unità composita
europea ...

Il successivo paniere valutario, il meno longevo fra tutti, fu l'unità composita europea. Valuta puramente concettuale, senza alcuna applicazione pratica al di fuori del mercato obbligazionario, essa fu definita come media ponderata delle nove divise dei paesi costituenti la Comunità economica europea. L'investitore era tenuto a comunicare anticipatamente la moneta in cui avrebbe effettuato il pagamento. Tra il 1972 e il 1973 furono emessi con questa denominazione tre prestiti obbligazionari per complessivi \$130 milioni (Fisher, 1981, pag. 139). Pur trattandosi di un vero e proprio paniere valutario, la sua definizione meramente privata non fece presa, e forse proprio per questo motivo nel 1975 venne sostituito dal DSP.

Il diritto speciale di prelievo (DSP)

... il DSP ...

Il DSP privato era l'esatto equivalente del diritto speciale di prelievo del Fondo monetario internazionale, e il suo valore corrispondeva al prezzo in dollari o altra valuta così come calcolato e diffuso quotidianamente dall'FMI alle 12:00, ora di Washington. In origine, per definire il DSP furono impiegate 16 importanti valute, ma nel 1981 il paniere venne ristretto a cinque: dollaro, marco tedesco, yen, franco francese e sterlina britannica, con ponderazioni fissate in modo da rispecchiare la dimensione dell'economia e del commercio internazionale del relativo paese. I termini e le condizioni dei prestiti

obbligazionari in DSP stabilivano che qualora il Fondo avesse cessato di utilizzare il DSP o di pubblicarne il valore, un apposito agente nominato dall'emittente avrebbe provveduto a effettuare i conteggi. I pagamenti avvenivano solitamente in dollari, sebbene fosse ipotizzabile anche l'impiego di altre valute. I dati della BRI sulle emissioni obbligazionarie internazionali rilevavano 13 emissioni in DSP (incluse le prime due lanciate dal comune svedese di Malmö e dalla società svizzera Sandoz) per complessivi \$594 milioni. Tuttavia, essendo ben pochi i paesi che gestivano il cambio rispetto al DSP, e in assenza di un impegno politico a sostegno della divisa dell'FMI, il ruolo delle obbligazioni private in DSP sulla scena dei collocamenti internazionali si limitò a quello di comparsa⁵.

L'unità monetaria europea (ECU)

Con il rafforzamento del dollaro nei primi anni ottanta gli operatori divennero più propensi a investire in tale moneta, e le banche che avevano partecipato ai consorzi di collocamento delle emissioni nell'UCE e in DSP ripresero ad allestire o a cogestire prestiti in dollari. Tuttavia, man mano che i grandi istituti cominciarono a controllare questo comparto, le banche continentali di minori dimensioni tornarono alle emissioni multivalutarie, per le quali avevano sviluppato non solo le competenze, ma anche una rete di fedeli investitori al dettaglio.

... e l'ECU ...

Esse si concentrarono sul paniere che aveva riscosso maggior successo, che era anche l'unico ad aver dimostrato una reale capacità di resistenza:

Composizione dell'ECU			
	13 marzo 1979	17 settembre 1984	21 settembre 1989
Franco belga	3,66	3,71	3,301
Corona danese	0,217	0,219	0,1976
Marco tedesco	0,828	0,719	0,6242
Dracma greca	–	1,15	1,44
Peseta spagnola	–	–	6,885
Franco francese	1,15	1,31	1,332
Sterlina irlandese	0,00759	0,008781	0,008552
Lira italiana	109,0	140,0	151,8
Franco lussemburghese	0,14	0,14	0,13
Fiorino olandese	0,286	0,256	0,2198
Escudo portoghese	–	–	1,393
Sterlina inglese	0,0885	0,0878	0,08784

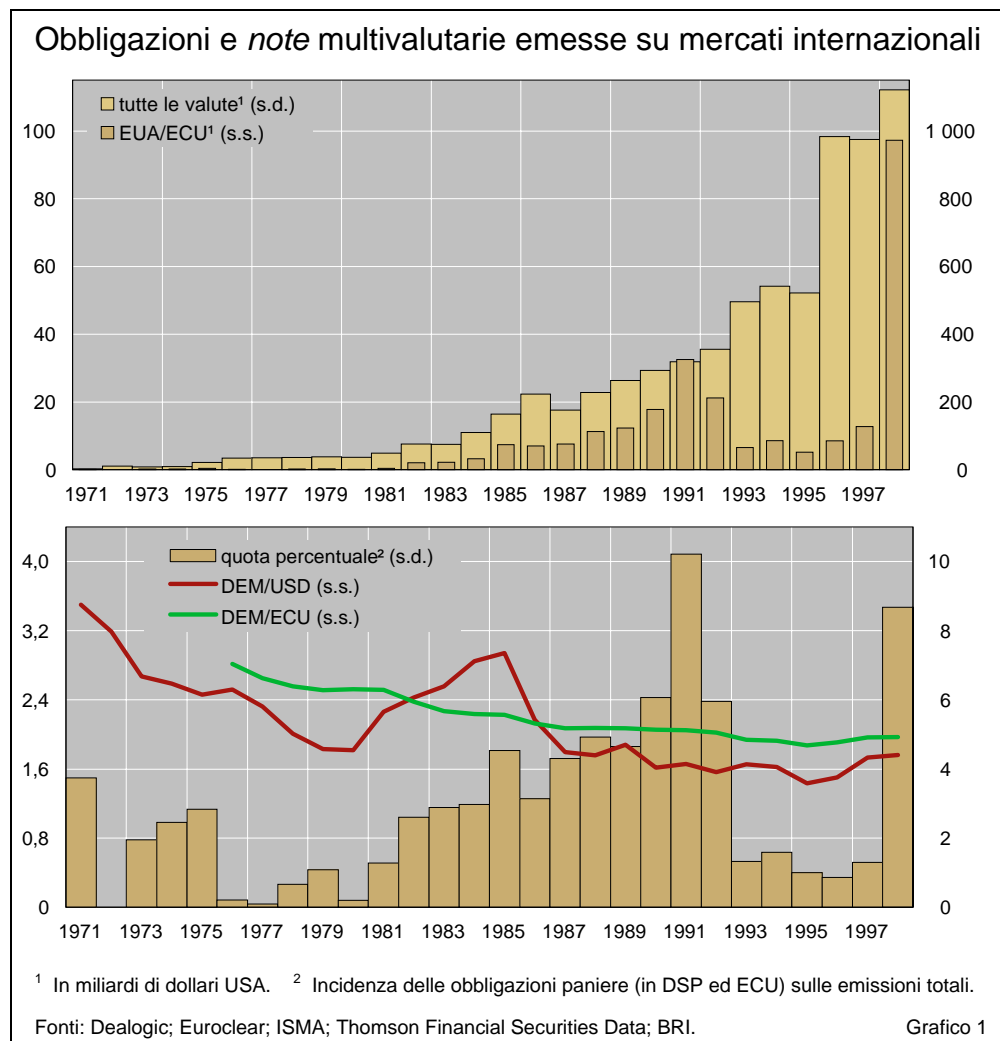
Tabella 1

⁵ Secondo Eichengreen e Frankel (1996, pag. 366), se il dollaro è la versione in lingua inglese del sistema monetario mondiale, il DSP ne rappresenta la versione in esperanto. L'FMI ha creato il DSP per farne un'ideale valuta internazionale. La sua definizione lo rende intrinsecamente più utile del dollaro, così come l'esperanto è intrinsecamente superiore all'inglese. La ragione per cui il DSP è oggi meno diffuso di quanto non fosse dieci anni fa è che, analogamente all'esperanto, esso difetta di una base naturale di persone che lo utilizzerebbero anche se non avesse diffusione internazionale. Cfr. anche Kindleberger (2000).

l'ECU, o unità monetaria europea. Analogamente all'UCE e al DSP, l'ECU era un paniere privato che replicava l'unità di conto di un ente del settore pubblico, in questo caso la Comunità europea. Il paniere dell'ECU era formato da una determinata quantità di marchi tedeschi (0,828), franchi francesi (1,15), franchi belgi (3,66) e così via (tabella 1).

Naturalmente, con l'allargamento della Comunità europea venne rivista anche la composizione dell'ECU per ricomprendervi le valute dei nuovi Stati membri. Specularmente, e fatte salve pochissime eccezioni, cambiarono anche i pagamenti in ECU privati, a seconda che fossero connessi con prestiti in essere o di nuova emissione. Peraltro, tali mutamenti non comportarono oscillazioni significative nel valore dell'ECU in termini di dollari o di marchi tedeschi. Ciò fu dovuto anche alle esigue ponderazioni assegnate alle nuove monete, destinate in ogni caso a ricalcare l'andamento delle principali valute europee.

Non è da escludere che alla relativa riuscita dell'ECU privato abbiano contribuito tanto il fatto di essere collegato a un'unità di conto ufficiale europea a composizione valutaria stabile, quanto la stessa stabilità del suo valore rispetto al marco tedesco. Secondo i dati BRI, a fine 1997 erano state perfezionate 1 218 emissioni in ECU per l'equivalente di \$168 miliardi (grafico 1). Nel 1991 un decimo di tutti i prestiti internazionali fu emesso in



ECU. In aggiunta, le banche commerciali concessero finanziamenti in tale unità di conto, compresi – nel caso dell'Italia e del Regno Unito – mutui ipotecari per l'acquisto di abitazioni. L'ECU è stato talvolta utilizzato per prestiti a denominazione multipla (BRI, 1991, pagg. 146-148 e IME, 1996, pagg. 39-40).

L'Associazione bancaria per l'ECU creò un apposito sistema di compensazione e talune banche del Benelux aprirono per la loro clientela conti in ECU di modo che i pagamenti in conto interessi e capitale potessero essere accreditati direttamente senza dover transitare per il dollaro, risparmiando così le commissioni di cambio. Anche la BRI offrì il servizio di compensazione dell'ECU (BRI, 1986, pagg. 172-173; 1987, pagg. 183-184; 1999, pag. 162). Tale unità di conto può essere considerata una sorta di moneta privata, a differenza degli altri panieri che richiedevano il regolamento delle operazioni solo in determinate valute o in quelle costituenti il paniere stesso.

L'esistenza dell'ECU privato in quanto unità a sé stante implicava che, analogamente a un fondo comune di investimento, il suo valore potesse variare in relazione al suo valore intrinseco o teorico. I vari meccanismi di arbitraggio, ancorché limitati, ridussero il premio o lo sconto sul valore teorico a un intervallo più ristretto di quello osservato nei fondi comuni. Nondimeno, proprio per effetto di tale sconto o premio, la *performance* dell'ECU come strumento di copertura era soggetta a un'ulteriore fonte di variabilità.

... che, caso unico, veniva negoziato privatamente e separatamente dalle valute costituenti

Vantaggi delle obbligazioni paniere

Un primo, ovvio vantaggio delle obbligazioni paniere risiede nella diversificazione del rischio di cambio. Un secondo importante vantaggio di ordine pratico nell'uso dell'ECU sul mercato euroobbligazionario era la possibilità di effettuare arbitraggi regolamentari e, in particolare, di aggirare le restrizioni poste dalla Germania all'internazionalizzazione del marco tedesco. Un terzo vantaggio emerso alla vigilia della crisi del meccanismo di cambio dello SME nel 1992 era infine di ordine speculativo.

Tre vantaggi principali:

Diversificazione

Le obbligazioni paniere garantiscono agli acquirenti un investimento meno volatile grazie alla diversificazione delle divise costituenti il paniere. Se una di queste si deprezza rispetto al dollaro o alla valuta base dell'investitore, l'impatto sarà limitato alla sua quota nel paniere⁶. In teoria, un investitore potrebbe acquistare un portafoglio di obbligazioni denominate in tutte le monete costituenti il paniere.

... una diversificazione garantita ...

In pratica, la capacità degli investitori di scegliere la composizione valutaria varia a seconda che essi svolgano attività al dettaglio o istituzionale.

... specie per gli investitori al dettaglio ...

⁶ Nel contesto asiatico i vantaggi della diversificazione appaiono considerevoli, anche se ai benefici rilevati da Ogawa e Shimuzu (2004), nonché da McCauley e Jiang (2004), si contrappongono le riserve espresse da Park e Park (2005). Tali vantaggi, tuttavia, originano in parte dalla chiusura che caratterizza importanti mercati obbligazionari del continente, come quelli cinesi, dove tuttora vigono controlli sui movimenti di capitale, o quelli indonesiani e filippini, in cui specifici rischi di natura politica tendono a ridurre la correlazione dei rendimenti con quelli di altre primarie piazze.

Gli investitori al dettaglio beneficiano di una diversificazione per così dire “preconfezionata”: in alternativa ai titoli multivalutari, essi dovrebbero acquistare numerose obbligazioni e potrebbero non avere fondi disponibili a sufficienza, date le convenzioni di mercato sul taglio minimo. Oltre a ciò, vi è il rischio che i titoli non siano disponibili: è infatti improbabile che un prestatore abbia emesso obbligazioni in tutte le valute costituenti il paniere, e in ogni caso le scadenze delle obbligazioni disponibili sarebbero diverse. Per gli investitori istituzionali, di converso, è difficile che le ponderazioni del paniere coincidano con la distribuzione per valuta delle passività (nel caso di una multinazionale finanziaria) o con la prescelta distribuzione del rischio di cambio assunto.

Analogamente, le obbligazioni paniere offrono anche agli emittenti la garanzia di una minore esposizione ai movimenti del cambio. Per buona parte del periodo in cui tali titoli vennero usati, gli *swap* su valute non erano ancora stati inventati, sicché le passività in una data moneta non potevano essere facilmente trasformate in un'altra moneta. Di fatto, le banche di investimento consigliavano agli emittenti di impiegare le obbligazioni paniere come una normale passività con cui coprire immobilizzazioni possedute in Europa da multinazionali statunitensi. Quando nel 1982 la normativa contabile USA venne modificata, i tesoriere americani cercarono di coprire quelle immobilizzazioni con passività a lungo termine nella stessa valuta (Andrews, 1983-84). Nel caso delle monete europee in regime di cambio amministrato rispetto all'ECU, i governi guardavano con favore alle emissioni in ECU grazie alla garanzia del limitato rischio di cambio⁷.

Arbitraggio regolamentare

Le obbligazioni paniere facilitavano non solo la diversificazione del rischio, ma anche l'arbitraggio regolamentare. Va notato, infatti, che il successo goduto sull'euromercato dall'ECU e dai panieri che lo precedettero fu in buona parte dovuto ai vincoli ufficiali posti all'utilizzo del marco tedesco nel denominare obbligazioni destinate a non residenti, ed è questo un aspetto cui è stata data scarsa considerazione. Vero è che la composizione stessa del paniere consentiva di commercializzare su scala mondiale valute che non era legalmente possibile utilizzare nella denominazione di prestiti obbligazionari internazionali. Ma, fatto ancor più importante, le emissioni in ECU permettevano in pratica agli investitori non residenti in Germania di operare in “sucedanei” del marco tedesco.

In particolare, gli sforzi della Bundesbank volti a frenare l'internazionalizzazione del marco crearono un'apertura per l'ECU. Un accordo informale concluso nel 1968 con le principali banche tedesche stabilì un principio di *ancoraggio* in base al quale queste ultime avrebbero dovuto svolgere la funzione di capofila nei consorzi di collocamento di prestiti obbligazionari in marchi tedeschi emessi da non residenti⁸. Nel 1985 il principio dell'ancoraggio

... un “sucedaneo” del marco tedesco, stanti i vincoli posti al suo utilizzo ...

⁷ Per dirla con le parole di Kenen (2006), l'ECU fu avvantaggiato dall'essere un paniere interno per molte economie, mentre il DSP risentì del fatto di essere un paniere esterno per pochi.

⁸ In quello stesso anno venne istituito un meccanismo di *razionamento* per limitare l'attività di emissione. In aggiunta, fu informalmente incoraggiata la prassi di *convertire* in dollari i marchi

venne esteso allo scopo di consentire anche alle filiazioni di banche estere operanti in Germania di guidare il collocamento di prestiti internazionali in marchi. Sarà solo nell'agosto 1992, con il lancio del progetto del mercato unico europeo, che tutte le dipendenze estere saranno abilitate *ob torto collo* allo svolgimento di tale funzione⁹.

Tale quadro regolamentare fece aumentare l'attrattiva del paniere ogniqualvolta il dollaro cadeva in disgrazia. È quanto successe nei primi anni settanta, nel 1977-78 e verso la fine degli anni ottanta: non appena la valuta USA si indebolì, la domanda degli investitori si spostò dal dollaro al marco tedesco (Cohen, 2005). Fu così che le banche della Germania si affermarono sempre più sul mercato della sindacazione di prestiti, ai danni delle loro omologhe di Stati Uniti, Benelux, Francia e Svizzera¹⁰. In siffatte circostanze, queste ultime ricercarono una valuta alternativa al dollaro USA che ricalcasse quanto più possibile il marco. E difatti la moneta tedesca figurava puntualmente in tutti i panieri di denominazione obbligazionaria.

La nazionalità delle banche capofila nell'emissione di prestiti in marchi tedeschi e in ECU mette chiaramente in luce il vantaggio degli istituti di Francia, Benelux e altri paesi dell'Europa continentale nei collocamenti in ECU. Se i dati disponibili non consentono di isolare gli andamenti precedenti il 1985, i sette anni terminati a metà del 1987 mostrano comunque il predominio incontrastato delle banche tedesche nel collocamento dei prestiti obbligazionari in marchi (tabella 2, riquadro superiore). La liberalizzazione del 1985 comincia tuttavia già a palesarsi con la comparsa, in veste di capofila, di due società estere operanti in Germania attraverso controllate.

I pieni effetti della liberalizzazione del marco avviata nel 1985 sono evidenti nel ripiegamento subito dalle banche tedesche nei primi anni novanta (tabella 2, riquadro centrale). In quel periodo le banche con sede al di fuori della Germania risultavano aggiudicatrici di quasi i tre quarti delle sindacazioni di prestiti obbligazionari internazionali denominati in marchi, mentre la quota

tedeschi raccolti dagli emittenti stranieri e di depositarli poi su conti esteri. Secondo Franke (1999, pag. 247), questi accordi facilitarono il compito della Bundesbank di stabilizzare il ricorso al mercato dei capitali. Le banche tedesche vennero schermate dalla concorrenza estera e furono così in grado di accrescere gli utili dell'attività di collocamento. La stessa Bundesbank riuscì a imporsi su altre banche centrali per impedire il lancio di prestiti in marchi da parte di non residenti al di fuori della Germania.

⁹ Sempre secondo Franke (*ibid.*, pag. 248), la Bundesbank mantenne il principio dell'ancoraggio così da preservare la sua influenza sulle emissioni in marchi, specie su quelle innovative. Il requisito secondo cui le banche estere avrebbero dovuto disporre in Germania di un solido consorzio di collocamento riuscì – fino all'avvento dell'euro nel 1999 – a proteggere la piazza finanziaria tedesca dal rischio di un trasferimento all'estero dell'attività di sottoscrizione.

¹⁰ A quell'epoca solo le banche elvetiche avevano la facoltà di allestire o cogestire emissioni obbligazionarie in franchi svizzeri; esse diedero vita a un cartello che escludeva da tali attività gli istituti residenti a partecipazione estera. Oltre a ciò, le banche della Germania e della Svizzera siglarono un temporaneo patto di non aggressione, ai sensi del quale esse si impegnavano a non aprire filiali o sussidiarie nell'altro paese. Un'ulteriore strategia fu quella di concentrarsi su prestiti denominati in valute minori che fossero strettamente legate al marco tedesco; tale approccio, tuttavia, si rivelò svantaggioso rispetto all'emissione di obbligazioni paniere. I prestiti in scellini austriaci e corone danesi trassero profitto dall'aspettativa che tali monete avrebbero continuato a seguire da vicino l'andamento del marco tedesco; tuttavia, nella stragrande maggioranza dei casi i mercati interni delle due valute erano troppo esigui per giustificare l'istituzione di dipendenze bancarie, che costituiva il requisito richiesto alle capofila nei prestiti obbligazionari in corone danesi o scellini austriaci.

Banche capofila nelle emissioni euroobbligazionarie in marchi ed ECU			
Numero di istituti			
Nazionalità della banca capofila	Denominazione valutaria dell'euroobbligazione		
	Marco tedesco	ECU	Totale
gennaio 1980-luglio 1987			
Tedesca	622	0	622
Altre	32 ¹	277	309
Totale	654	277	931
gennaio 1991-agosto 1992			
Tedesca	116	14	130
Altre	207	132	339
Totale	323	146	469
settembre 1992-dicembre 1998			
Tedesca	440	0	440
Altre	1 292	56	1 348
Totale	1 732	56	1 788
Nota: il risultato del test X^2 per l'indipendenza della denominazione valutaria e della nazionalità è pari rispettivamente a 147,3 per il riquadro superiore, a 41,6 per il riquadro centrale e a 1,7 per il riquadro inferiore, mentre il valore critico per il livello di significatività dell'1% è 6,6.			
¹ Filiazioni tedesche di Credit Suisse First Boston e Morgan Guaranty.			
Fonti: Dealogic; Gallant (1988, pagg. 89 e 104); BRI.			Tabella 2

degli istituti tedeschi nelle sottoscrizioni in ECU si aggirava attorno al 10% soltanto. Rispetto agli anni ottanta, l'allentamento regolamentare aveva condotto a una minore specializzazione nei due segmenti.

A seguito della liberalizzazione imposta dal mercato unico, le banche tedesche persero ulteriori quote di mercato nel segmento del marco, abbandonando via via quello dell'ECU, ormai moribondo (tabella 2, riquadro inferiore). Al venir meno della protezione derivante dal requisito di costituzione di affiliate in Germania, le banche estere riuscirono ad aggiudicarsi i due terzi dei collocamenti in marchi. Nel frattempo, il segmento dell'ECU continuava a perdere terreno a causa sia della contendibilità del comparto del marco tedesco, sia delle crisi del 1992-93.

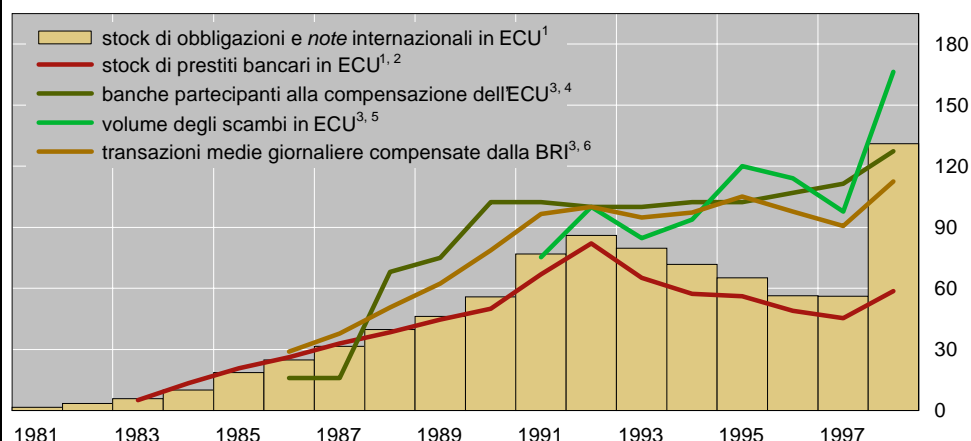
Speculazioni sul cambio

... cedole elevate
con la possibilità di
conseguire
sovrarendimenti ...

L'argomentazione teorica a favore delle obbligazioni paniere fa perno sulla diversificazione del rischio di cambio. In pratica, però, dietro la domanda di titoli in ECU vi era soprattutto il desiderio di conseguire maggiori rendimenti, speculando sulla stabilità del cambio (c.d. *convergence trading*).

Due esempi di emissioni obbligazionarie in ECU dimostrano come queste abbiano fornito agli investitori un mezzo con cui lucrare sulla stabilità valutaria al fine di conseguire un premio al rischio sui rendimenti del marco tedesco. Primo, le emissioni aumentarono fino agli inizi del 1992, anno della prima crisi degli Accordi europei di cambio (AEC). In seguito, a mettere a dura prova i mercati delle obbligazioni in ECU intervenne tutta una serie di eventi che vanno dal referendum danese del giugno 1992 alle svalutazioni dell'autunno di

Il mercato dell'ECU privato



¹ In miliardi di ECU. ² Attività bancarie nette in essere, date dalla differenza tra attività internazionali lorde e depositi interbancari nei paesi dichiaranti alla BRI. ³ 1992 = 100. ⁴ Numero di *clearing bank* che partecipavano al sistema BRI di compensazione dell'ECU privato; dati al mese di marzo (per il 1986, ottobre); 1992 = 44. ⁵ Turnover degli scambi di titoli in ECU (euroobbligazioni ordinarie, obbligazioni ordinarie sull'interno, note convertibili a tasso variabile, certificati di deposito e note a breve e a medio termine) sui mercati primario e secondario; 1992 = ECU 1,5 trilioni. ⁶ Numero di contratti; dati al mese di dicembre; 1992 = 6 496.

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

Grafico 2

quell'anno, fino all'ampliamento delle fasce di oscillazione sancito verso la fine del 1993 (BRI, 1993, pagg. 120-123). Secondo, dopo che l'abbandono degli AEC da parte delle principali valute aveva causato perdite ai detentori di titoli in ECU nei paesi del Benelux e in Germania, le emissioni subirono un brusco calo e le consistenze di tali obbligazioni diminuirono per tutto il quinquennio successivo (grafico 2). Anche lo stock di attività bancarie in ECU e gli indicatori del volume degli scambi si ridussero o mostrarono una tendenza al ristagno¹¹. La flessione dei titoli in ECU si accompagnò a una parallela contrazione dei titoli interni in valute europee ad alto rendimento nei portafogli di non residenti.

Fu solo nel periodo precedente l'introduzione dell'euro (gennaio 1999) che le emissioni obbligazionarie in ECU cominciarono a recuperare il terreno perduto (BRI, 1998, pagg. 153-154). A quell'epoca, peraltro, l'ECU esercitava un certo richiamo in quanto era visto come una sorta di "proto-euro". La ripresa delle emissioni rispecchiava l'aspettativa secondo cui l'euro sarebbe stato introdotto con un cambio di parità sull'ECU. La decisione assunta dalle autorità europee collocava così i titoli in ECU sul treno diretto per il mercato obbligazionario in euro, mentre quelli denominati nelle valute che sarebbero confluite nella nuova unità monetaria venivano deviati su un binario di raccordo, quello della "ridenominazione".

¹¹ De Boissieu (1996, pag. 125) rileva che in seguito alle due crisi del Sistema monetario europeo nel 1992-93 e alla perdita di credibilità che ne seguì, le quote di mercato dell'ECU privato subirono un calo significativo, a partire dal quale la ripresa si rivelò lenta. Per un certo periodo la mancanza di una convergenza economica in Europa e della credibilità politica dell'integrazione europea influi negativamente sul clima di mercato. Ecco il motivo per cui il premio – ossia lo scarto tra il valore teorico del paniere e il valore effettivo dell'ECU – è cresciuto drasticamente e continua a essere alquanto elevato".

Svantaggi delle obbligazioni paniere

Due svantaggi principali:

A fronte di questi vantaggi, tuttavia, le obbligazioni paniere presentano diversi svantaggi, che derivano essenzialmente dalla loro complessità e illiquidità.

Complessità

... incertezza e complessità giuridica ...

Ogni obbligazione multivalutaria implica l'esigenza di stabilire criteri in base ai quali selezionare e ponderare le diverse monete di denominazione. A questo scopo, gli emittenti dell'euromercato si sono avvalsi di panieri definiti a livello ufficiale. Tale scelta, tuttavia, ha richiesto l'elaborazione sul piano giuridico di contratti obbligazionari volti a recepire gli eventuali cambiamenti nelle definizioni ufficiali.

Per le obbligazioni paniere ciò ha comportato una diffusa incomprendimento del funzionamento delle varie formule e ha reso necessari ulteriori sforzi per illustrare il prodotto a emittenti e investitori. Questi ultimi temevano che la definizione potesse rivelarsi lacunosa in caso di un mutamento del sistema valutario internazionale. E l'impiego di panieri definiti a livello ufficiale non contribuiva a risolvere il problema. Ad esempio, per i titoli in DSP o in ECU si parlava talvolta di DSP o ECU "privati" per distinguerli dalle attività e passività ufficiali così denominate. Se l'FMI o la Comunità europea avessero cessato di utilizzare e pubblicare il valore del DSP o dell'ECU, cosa sarebbe successo a un'obbligazione denominata in queste unità di conto? Naturalmente, nei termini e nelle condizioni dei prestiti era prevista una simile eventualità, ma non era sicuro che i giuristi avessero esaminato ogni aspetto della questione.

Quando le varie banche o gli uffici legali allestivano obbligazioni paniere vi era sempre la possibilità che le definizioni o le formule potessero differire leggermente. In caso di differenze sostanziali, si rischiava che i titoli venissero trattati come se non fossero definiti nella stessa valuta. Ad esempio, il Regno del Belgio emise due prestiti in ECU per i quali la definizione dell'unità di conto era volutamente non convenzionale. All'epoca, il Portogallo stava per entrare a far parte della Comunità europea e l'escudo portoghese veniva considerato una valuta debole: si temeva che il suo inserimento nel paniere dell'ECU potesse rendere quest'ultimo meno appetibile agli occhi degli investitori. Nei casi in esame, entrambe le emissioni furono rimborsate prima che l'euro fosse introdotto come moneta unica europea e i titoli in essere denominati in ECU divenissero obbligazioni in euro.

Illiquidità

... e illiquidità

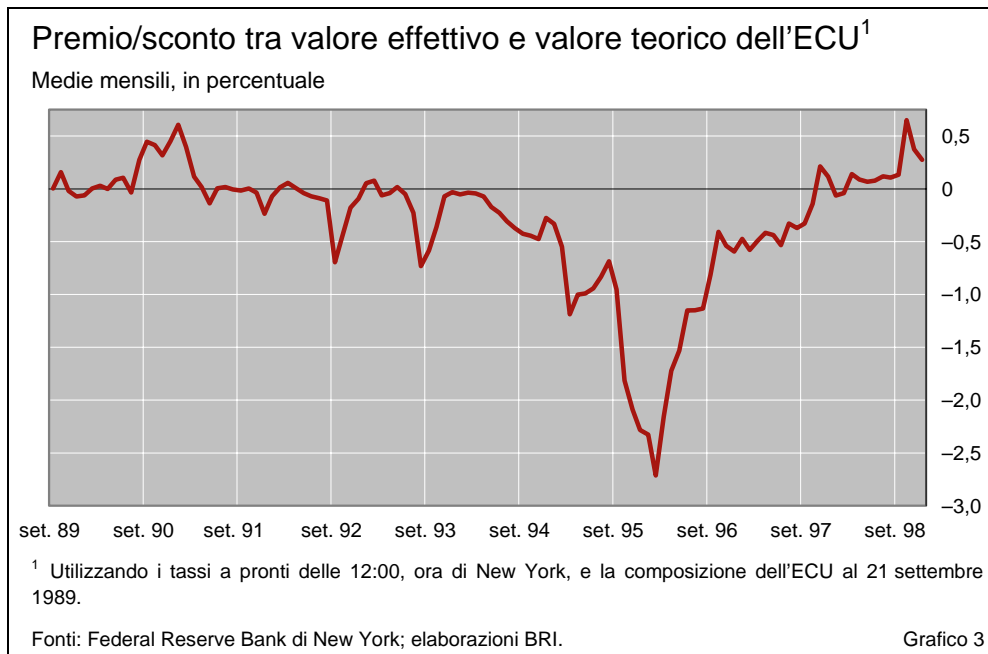
Le obbligazioni paniere giocano a sfavore della liquidità del mercato obbligazionario sia direttamente che indirettamente. Già di per sé, tendono a non essere molto liquidi poiché attraggono investitori al dettaglio che perseguono strategie di *buy and hold* e si assicurano con questi titoli i vantaggi di una diversificazione "preconfezionata". Come notato in precedenza, le

obbligazioni paniere esercitano una scarsa attrattiva sulle istituzioni, data la maggiore propensione di queste ultime a operare sul mercato secondario¹².

Una categoria di investitori istituzionali potenzialmente interessati al mercato delle obbligazioni paniere è quella delle banche e dei fondi specializzati in grado di lucrare sugli scarti fra le quotazioni dei titoli e le corrispondenti valute di denominazione. In particolare, se il titolo si deprezza tali operatori tenderanno ad acquistarlo a fronte di posizioni corte nelle valute sottostanti. Così, allorché le banche private cessarono di stabilizzare l'ECU rispetto al suo valore teorico¹³, il consueto sconto fra questo valore e quello effettivo alimentò la domanda degli arbitraggisti fornendo un'opportunità di profitto che sarebbe stata altrimenti assente (grafico 3).

Anche le obbligazioni paniere emesse da prenditori sovrani incidono negativamente sulla liquidità dei mercati obbligazionari interni in termini di costo-opportunità. Quando un governo colloca prestiti di questo tipo (o, più in generale, una qualsiasi emissione in valuta estera), esso riduce la quantità di titoli pubblici in circolazione denominati in moneta nazionale. E ciò tende a comprimere i volumi scambiati e a deprimere la liquidità, ad esempio quella misurata dai differenziali denaro/lettera (CSFG, 1999a,b; McCauley e Remolona, 2000; Mohanty, 2002; Jiang e McCauley, 2004).

È quanto accaduto ai governi europei che decisero di emettere obbligazioni in ECU: nella gran parte dei casi essi ridimensionarono i prestiti in moneta nazionale, drenando così liquidità sui mercati interni. Ma questo costo-opportunità non originò tanto dalla vendita di titoli in ECU sui mercati internazionali. In certa misura, infatti, tali emissioni servirono semplicemente a



¹² A eccezione delle compagnie assicurative del ramo vita in Giappone (McCauley e Yeaple, 1994).

¹³ Cfr. Folkerts-Landau e Garber (1992).

rifinanziare l'esistente debito in valuta: ad esempio, il prestito per 1,25 miliardi di ECU emesso dal Belgio nel marzo 1991 servì a rifinanziare obbligazioni in scadenza denominate in marchi tedeschi e franchi svizzeri (BRI, 1991, pag. 148). Il costo maggiore derivò piuttosto dalle emissioni di titoli pubblici in ECU sui mercati interni di Francia, Italia, Regno Unito e Spagna. A fine 1991 lo stock in essere di buoni del Tesoro in ECU su questi mercati aveva toccato l'equivalente di \$63 miliardi (BRI, 1992, pag. 185)¹⁴. Suddividendo il mercato interno del debito pubblico in due segmenti valutari, queste emissioni finirono col ridurre la liquidità complessiva¹⁵. Certo, si trattò pur sempre di un costo ridotto, visto lo sviluppo dei principali mercati del debito pubblico in Europa a quell'epoca. Ma in mercati obbligazionari meno sviluppati i danni derivanti da una siffatta strategia avrebbero potuto essere più ingenti.

Conclusioni

È forse facile immaginare che le obbligazioni paniere abbiano spianato la strada all'Unione monetaria europea. Secondo questa ipotesi, gli investitori europei che acquistarono tali titoli avrebbero ampliato i loro orizzonti di investimento al di là del rispettivo mercato interno, assumendo nel contempo un limitato e diversificato rischio di cambio. E l'emissione di obbligazioni paniere sarebbe cresciuta costantemente fino a quando il paniere dell'ECU non fu sostituito dall'euro. Attenendosi a tale assunto, con un minimo di sostegno ufficiale le emissioni di obbligazioni paniere in Asia potrebbero innescare un processo che porterebbe i mercati obbligazionari del continente verso l'istituzione di un'unione monetaria asiatica.

Tuttavia, dalla ricostruzione effettuata in questa monografia si evince come tale ipotesi mal si concili con l'esperienza europea. In certa misura, la funzione dei panieri valutari in Europa è stata quella di surrogare il marco tedesco in un'epoca in cui la Bundesbank intendeva mantenere uno stretto controllo sulla propria moneta. A sostegno di questa interpretazione basti osservare la nazionalità delle banche capofila nel collocamento di obbligazioni internazionali in ECU e in marchi. In base a siffatte premesse, si potrebbe sostenere che in Asia l'obbligazione paniere godrebbe di migliori prospettive se le autorità deputate al governo delle principali monete del continente contrastassero il loro utilizzo su scala internazionale.

I riscontri suggeriscono inoltre che l'emissione di obbligazioni in ECU fu anche un modo per rispondere alla ricerca di maggiori rendimenti sulle varie valute europee, messa in atto a fini speculativi. Dopo che nel 1992 venne alla luce l'entità del rischio di cambio sottostante i rendimenti relativamente elevati dei titoli in ECU, le emissioni in questo comparto subirono un crollo. Già a

¹⁴ Nel 1990 il 40% dei \$75 miliardi di obbligazioni internazionali in ECU in essere era stato emesso da prenditori ufficiali sovrani e sovranazionali (BRI, 1991, pag. 147).

¹⁵ Alcuni dei paesi menzionati approfittarono dell'utilizzo dell'ECU ufficiale per denominare le posizioni creditorie derivanti da *swap* intraeuropei a breve termine, posti in essere per ripartire il rischio di cambio tra le due banche centrali contraenti. Ma questo utilizzo dell'ECU ufficiale non dipendeva da quello che tali governi ne facevano per denominare il debito interno.

quell'epoca, grazie alla liberalizzazione del mercato delle obbligazioni internazionali in marchi, le banche al di fuori della Germania non avevano più alcun interesse a utilizzare l'ECU come valuta sostitutiva. Il mercato obbligazionario in ECU tornò a riprendere slancio solo nel 1998, dopo che le autorità europee decisero che a dar vita all'euro sarebbero state le monete costituenti quel paniere. Pertanto, è più giusto dire che sia stata la prospettiva dell'euro a dare impulso al mercato delle obbligazioni in ECU e non che sia stato quest'ultimo a generare il mercato delle obbligazioni in euro.

Con ciò non si vuole necessariamente affermare che sia un errore promuovere un mercato asiatico di obbligazioni paniere. L'esperienza europea, tuttavia, dovrebbe richiamare l'attenzione da un lato sui nessi tra utilizzo privato e ufficiale di un paniere, e dall'altro sul problema della liquidità.

Sembra che l'utilizzo ufficiale di un paniere sia condizione necessaria, ma non sufficiente per un suo diffuso impiego privato. Il paniere più impopolare nella storia del mercato euroobbligazionario è stato l'eurco, che non beneficiò di alcuna definizione ufficiale. Questo precedente potrebbe suggerire che un paniere di monete asiatiche costruito al solo scopo di denominare un prestito obbligazionario difficilmente farebbe presa. Nel caso del DSP, poi, neanche l'utilizzo ufficiale è riuscito a garantire l'accettazione privata.

Sul versante della liquidità non mancano indicazioni secondo cui i mutuatari sovrani farebbero bene a considerare con molta attenzione l'emissione di obbligazioni paniere. Le istituzioni finanziarie internazionali – in Europa prima dell'avvento dell'euro o in Asia al giorno d'oggi – impegnate nel collocamento di titoli di questo tipo devono decidere se trasferire le sottostanti esposizioni valutarie sui debitori o se coprirle in tutto o in parte. Entrambi gli approcci potrebbero comportare costi rispetto ad altre possibili strategie di finanziamento, a seconda dell'esigenza di offrire rendimenti maggiori per attrarre arbitraggisti piuttosto che acquirenti naturali. È indispensabile che tali istituzioni soppesino i vantaggi connessi con l'emissione di obbligazioni paniere a fronte di una possibile perdita in termini di costo-opportunità a carico dei loro debitori o azionisti.

I governi il cui debito funge da parametro di riferimento nella valuta nazionale si trovano confrontati a una scelta di tipo diverso. Più importante ancora delle mere considerazioni di costo sarebbe il dislocamento delle emissioni dal mercato interno, che priverebbe quest'ultimo dei vantaggi derivanti da *benchmark* più ampi. In talune circostanze può senz'altro essere consigliabile il finanziamento in valuta, e l'emissione di obbligazioni paniere potrebbe servire allo scopo. In altre, ripartire il debito pubblico su più segmenti valutari potrebbe nuocere alla liquidità e allo sviluppo stesso del mercato obbligazionario. In ogni caso, il beneficio che le autorità si attendono dalle emissioni multivalutarie dovrà sopravanzare il costo-opportunità connesso con il ridimensionamento del debito pubblico in moneta nazionale.

Riferimenti bibliografici

Andrews, M.D. (1983-84): "FASB 52: Corporate response and related foreign exchange market effects", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, inverno, pagg. 69-70.

Ministri finanziari dell'ASEAN+3 (2005): *Progress report*, 4 maggio, Istanbul.

Banca dei Regolamenti Internazionali (1986-99): *Relazione annuale*.

Chaipravat, O., B.B. Supaphol e K. Sangsubahn (2003): *Regional self-help and support mechanisms: beyond the CMI*, documento presentato al Segretariato dell'ASEAN.

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

Comitato sul Sistema finanziario globale (1999a): "Market liquidity: research findings and selected policy implications", *CGFS Working Group Report No 11*, maggio.

——— (1999b): "How should we design deep and liquid markets? The case of government securities", *CGFS Publication No 13*, ottobre.

De Beckker, R. (1984): "The EUA sector", in I.M. Kerr (ed), *A history of the eurobond market: the first 21 years*, Euromoney Publications, Londra, pagg. 128-129.

De Boissieu, C. (1996): "The SDR in the light of the multicurrency system", in M. Mussa, J. M. Boughton e P. Isard (ed.), *The future of the SDR in light of changes in the international financial system*, FMI, Washington D.C., pagg. 122-144.

Eichengreen, B. (2006): "The parallel currency approach to Asian monetary integration", dibattito su questioni valutarie in Asia svoltosi presso la American Economic Association, Boston, Massachusetts, 7 gennaio 2006, Princeton University (in corso di pubblicazione).

Eichengreen, B. e J. Frankel (1996): "The SDR, reserve currencies and the future of the international financial system", in M. Mussa, J.M. Boughton e P. Isard (ed.), *The future of the SDR in light of changes in the international financial system*, FMI, Washington D.C., pagg. 337-378.

Istituto monetario europeo (1996): *Annual Report*, "Private ECU markets", pagg. 39-40.

Fisher, F. (1981): *International bonds*, Euromoney Publications, Londra.

Folkerts-Landau, D. e P.M. Garber (1992): "The private ECU: a currency floating on gossamer wings", *NBER Working Papers*, n. 4017.

Franke, G. (1999): "The Bundesbank and the markets", in *Fifty years of the Deutsche mark*, Oxford University Press, Oxford, pagg. 219-266.

Gallant, P. (1988): *The eurobond market*, Woodhead-Faulkner, New York.

- Ito, T. (2004): "Promoting Asian basket currency (ABC) bonds", in T. Ito e Y.-C. Park (ed.), *Developing Asian bond markets*, Asia Pacific Press.
- Jiang, G. e R. McCauley (2004): "I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 69-82.
- Jung, W., C. Kim, S. Lee e H. Park (2002): "The creation of the ACU and its application to the bond market", in H.G. Choo e Y. Wang (ed.), *Currency union in East Asia*, Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, pagg. 201-219.
- Kenen, P.B. (2006): "Comment on 'The parallel currency approach to Asian monetary unification' by B. Eichengreen", dibattito su questioni valutarie in Asia svoltosi presso la American Economic Association, Boston, Massachusetts, 7 gennaio 2006, Princeton University (in corso di pubblicazione).
- Kindleberger, C.P. (2000): "The politics of international money and world language", in *Comparative political economy: a retrospective*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- 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. 58-65.
- McCauley, R. e S. Yeaple (1994): "How lower Japanese asset prices affect Pacific financial markets", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 19, n. 1, primavera, pagg. 15-33.
- Mohanty, M.S. (2002): "Improving liquidity in government bond markets: what can be done?", in "The development of bond markets in emerging economies", *BIS Papers*, n. 11, giugno, pagg. 49-80.
- Mori, J., N. Kinukawa, H. Nukaya e M. Hashimoto (2002): "Integration of East Asian economies and a step-by-step approach towards a currency basket regime", *IIMA Research Report No 2*, novembre.
- Ogawa, E. e J. Shimizu (2004): "Bond issuers' trade-off for common currency denominated bonds in East Asia", *Journal of Asian Economics*, vol. 15.
- Park, D. e Y.-C. Park (2005): "Toward developing regional bond markets in East Asia", *Asian Economic Papers*, 3:2.
- Plummer, M.G. e R.W. Click (2005): "Bond market development and integration in ASEAN", *International Journal of Finance and Economics*, n. 10, pagg. 133-142.
- Williamson, J. (1999): "The case for a common basket peg for East Asian currencies," in S. Collignon, J. Pisani-Ferry e Y.-C. Park (ed.), *Exchange rate policies in emerging Asian countries*, Routledge, Londra.