

## I mercati obbligazionari interni in America latina: successi e sfide<sup>1</sup>

*I mercati obbligazionari interni dell'America latina hanno conosciuto una notevole espansione negli ultimi anni. Ciò dovrebbe contribuire a ridurre la dipendenza storica della regione dal finanziamento esterno. Sebbene siano stati compiuti molti progressi, persistono delle vulnerabilità legate al rischio di rifinanziamento e i mercati secondari continuano a risentire della scarsa liquidità.*

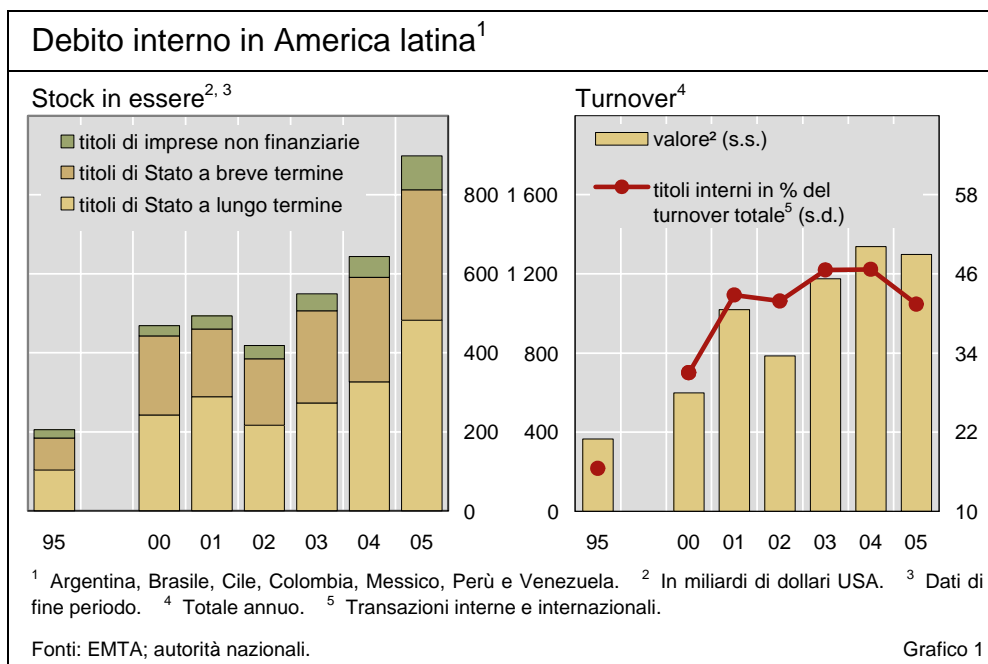
*Classificazione JEL: E440, F340, G150, G180, H630, O160*

Lo sviluppo di mercati obbligazionari in moneta locale è stato piuttosto limitato per gran parte della storia recente dell'America latina, a causa di una serie di ostacoli strutturali e di politica economica, fra cui i mediocri precedenti in materia di gestione macroeconomica, l'assenza di una base di investitori ampia e diversificata, vincoli normativi che hanno ostacolato lo sviluppo dell'attività sui mercati primari e secondari, e la mancanza di un'infrastruttura adeguata per l'emissione di titoli di debito privati. La struttura del debito pubblico e privato interno che ne è risultata, fortemente orientata verso passività a breve termine e/o indicizzate al dollaro, ha contribuito all'aggravarsi delle crisi finanziarie che hanno colpito la regione negli anni novanta e agli inizi di questo decennio.

Negli ultimi anni, tuttavia, sempre più spesso i titoli obbligazionari interni hanno costituito una fonte di finanziamento per le economie latinoamericane e hanno trovato spazio nei portafogli degli investitori internazionali (grafico 1). Ciò ha rimesso in discussione l'opinione secondo la quale i paesi della regione non sarebbero in grado di indebitarsi in moneta locale per scadenze medio-lunghe, talvolta definita ipotesi del "peccato originale". L'espansione di questi mercati è frutto di uno sforzo deliberato da parte delle autorità della maggior parte dei paesi volto a ridurre la vulnerabilità agli shock esterni

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Si ringraziano Claudio Borio, Andrew Filardo, Már Gudmundsson, Gregor Heinrich, Frank Packer e Agustín Villar per le loro osservazioni, e Thomas Jans, Denis Pêtre, Gert Schnabel e Jhuvesh Sobrun per l'assistenza alla ricerca. Infine, un ringraziamento va a José Oriol Bosch di JPMorgan Chase Mexico per aver fornito i dati di mercato.



avversi. In questo contesto, uno degli obiettivi fondamentali è stato il miglioramento delle condizioni di domanda per i titoli interni, conseguito ad esempio grazie all'adozione di politiche macroeconomiche più stabili, alla transizione verso sistemi pensionistici finanziati e gestiti dal settore privato e alla rimozione di restrizioni sugli investimenti esteri. Sono inoltre state intraprese iniziative dal lato dell'offerta, tra cui il graduale trasferimento del debito pubblico al mercato nazionale, il passaggio a un'attività di emissione più prevedibile e trasparente e il tentativo di creare titoli benchmark liquidi. Tali iniziative sono state sostenute da un contesto estero particolarmente favorevole, caratterizzato tra l'altro da prezzi delle materie prime elevati che hanno inciso positivamente sui conti interni e con l'estero, nonché dalla ricerca di rendimento da parte degli investitori internazionali.

In base a dati statistici provenienti in prevalenza da fonti nazionali, nel presente studio si mostra come i paesi della regione abbiano realizzato notevoli progressi nello sviluppo dei mercati obbligazionari interni, sebbene rimangano alcune vulnerabilità. Il passaggio dall'indebitamento esterno a quello interno ha contribuito a ridurre il rischio legato ai disallineamenti valutari ma ha forse al tempo stesso amplificato quello connesso con i disallineamenti di scadenza. Gli investitori sono ancora restii a impegnare fondi a tassi fissi per lunghi periodi, il che potrebbe esporre i mutuatari della regione a un elevato rischio di rifinanziamento qualora le condizioni finanziarie nazionali o internazionali dovessero deteriorarsi. La base di investitori rimane peraltro ristretta, ostacolando lo sviluppo di un mercato secondario liquido.

## Aspetti principali dei mercati interni del reddito fisso

L'emissione di titoli interni ha registrato una rapida crescita in America latina nell'ultimo decennio (grafico 1)<sup>2</sup>. I collocamenti di titoli di questo tipo da parte delle amministrazioni centrali e delle imprese non finanziarie dei sette maggiori paesi della regione sono aumentate del 337% tra fine 1995 e fine 2005, a \$895 miliardi, equivalenti a quasi il 40% del PIL combinato di tali paesi. A titolo di confronto, il volume complessivo di titoli emessi da questi prenditori sul mercato internazionale è cresciuto nello stesso periodo del 65%, a \$264 miliardi. Di conseguenza, i mercati locali del reddito fisso sono divenuti la principale fonte di finanziamento per i settori pubblico e privato (cfr. Mathieson et al., 2004).

L'attuale configurazione dei mercati obbligazionari interni dell'America latina è caratterizzata da sei aspetti principali.

In primo luogo, tali mercati presentano dimensioni molto diverse (tabella 1). Quello del Brasile è di gran lunga il maggiore, con titoli in essere per \$583 miliardi a fine 2005 (equivalenti al 74% del PIL del paese). Segue, in termini assoluti, il mercato del Messico, con \$159 miliardi, che risulta tuttavia notevolmente inferiore a quello del Brasile in rapporto al PIL (21%). I mercati obbligazionari di altri paesi sono molto più modesti in termini assoluti, sebbene alcuni di essi siano piuttosto ampi se raffrontati al PIL.

I mercati obbligazionari interni si caratterizzano per dimensioni diverse ...

Dimensioni dei mercati locali del reddito fisso in America latina					
	Stock di titoli a reddito fisso		Di cui:		
			di Stato a breve termine	di Stato a lungo termine	di imprese non finanziarie a lungo termine
	Miliardi di USD	% del PIL	Miliardi di USD	Miliardi di USD	Miliardi di USD
Argentina	59,7	33	5,1	43,8	10,8
Brasile	583,4	74	226,7	318,2	38,5
Cile	39,8	35	9,2	17,3	13,3
Colombia	38,7	32	0,9	33,2	4,6
Messico	158,5	21	52,0	89,1	17,4
Perù	7,9	10	1,4	4,3	2,2
Venezuela	7,2	5	3,4	3,7	0,1
Totale	895,2	41	298,7	509,6	86,9
<i>Per memoria:</i>					
<i>Stati Uniti</i>	<i>9 043,5</i>	<i>72</i>	<i>1 474,5</i>	<i>4 873,3</i>	<i>2 695,7</i>

Nota: i titoli emessi da istituzioni finanziarie non sono inclusi fra i titoli a reddito fisso di imprese non finanziarie.

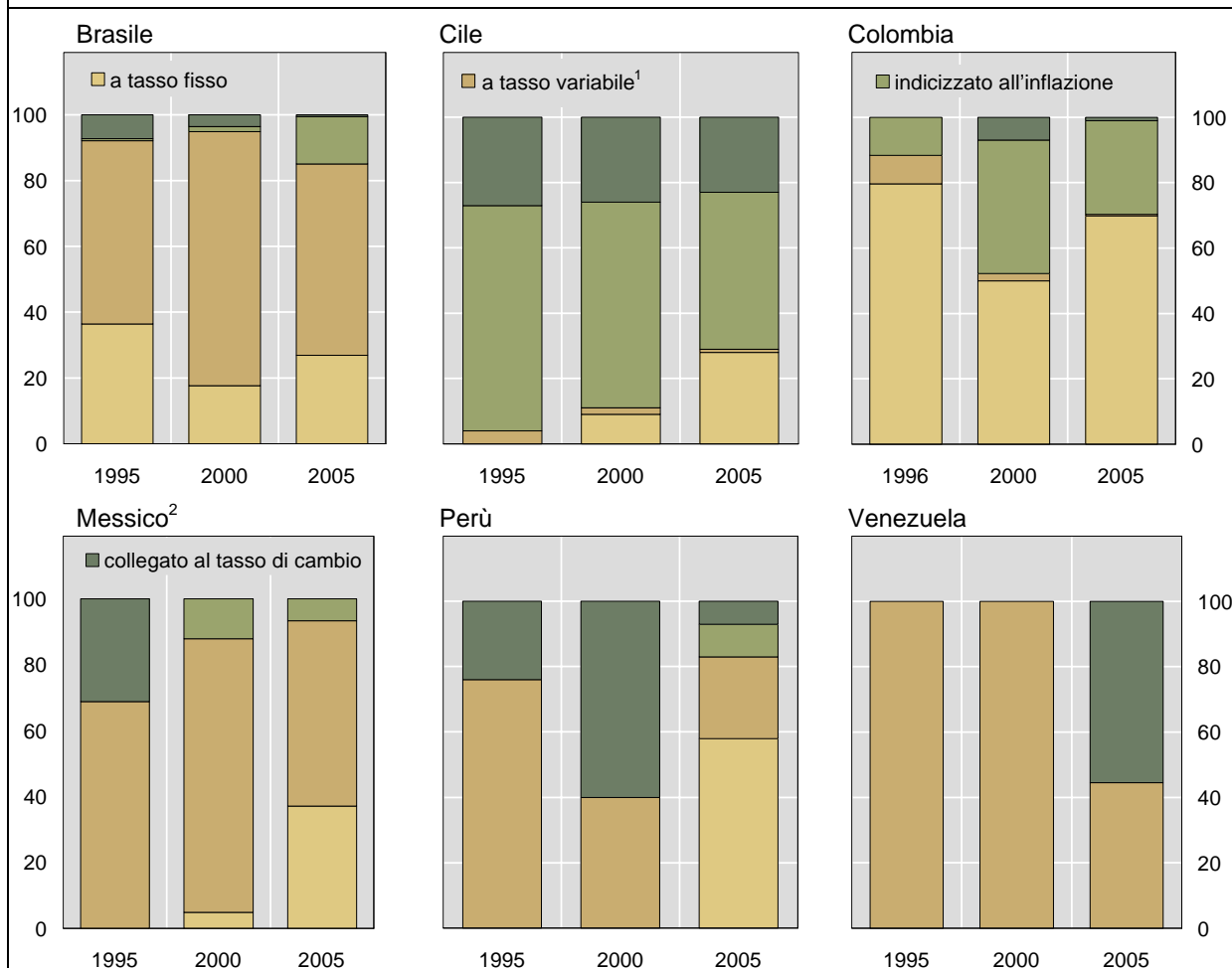
Fonti: Fedesarrollo; autorità nazionali; BRI.

Tabella 1

<sup>2</sup> Non sono disponibili dati del tutto omogenei per i diversi mercati obbligazionari interni dell'America latina. In questa sezione monografica si è tentato di riunire statistiche comparabili per le amministrazioni centrali e il settore privato non finanziario di Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. Le emissioni interne comprendono i titoli emessi sui mercati locali in moneta locale o estera. Le emissioni delle società finanziarie sono escluse dall'analisi in ragione della copertura limitata dei dati disponibili.

## Composizione del debito delle amministrazioni centrali in America latina

In percentuale



<sup>1</sup> Comprende gli strumenti misti. <sup>2</sup> *Brems* e *Cetes* sono considerati come strumenti a tasso variabile.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico 2

In secondo luogo, sui mercati obbligazionari interni predominano i prenditori del settore pubblico (grafico 1). A fine 2005 le amministrazioni centrali dei sette maggiori paesi latinoamericani avevano emesso passività negoziabili per \$808 miliardi. In confronto, i mercati delle obbligazioni private sono molto meno sviluppati. Sebbene in alcuni paesi (come Cile e Perù) essi possano addirittura raggiungere il 40-50% dei rispettivi mercati dei titoli di Stato, le loro dimensioni totali per l'insieme della regione sono di appena \$87 miliardi. Inoltre, anche nei paesi dove i mercati delle obbligazioni societarie sono più sviluppati, l'attività è limitata alle imprese con merito di credito più elevato. Vi sono stati tuttavia progressi nello sviluppo di tali mercati, come illustra la crescita della cartolarizzazione nella regione (cfr. il riquadro alla pagina seguente).

... e una prevalenza del settore pubblico

In terzo luogo, i titoli a breve termine, a tasso variabile e indicizzati all'inflazione continuano a rappresentare un'ampia quota del debito pubblico interno, sebbene vi siano stati cambiamenti significativi nella sua

Predominano le emissioni a tasso variabile e indicizzate all'inflazione ...

## La cartolarizzazione in America latina

La cartolarizzazione è un fenomeno relativamente recente in America latina, dato il tradizionale predominio delle banche commerciali sul processo di intermediazione. Nondimeno, diversi fattori hanno creato opportunità di espansione per la finanza strutturata, tra cui le pressioni per un miglioramento della redditività degli attivi bancari, l'introduzione di procedure di fallimento e assetti giuridici più adeguati, la ripresa della domanda di immobili residenziali e locali commerciali, e l'esigenza di attività di qualità più elevata da parte degli investitori istituzionali.

Non è facile calcolare il volume esatto delle transazioni strutturate per mancanza di definizioni standardizzate e informazioni centralizzate. La principale fonte di dati per questo segmento del mercato sono le maggiori agenzie di rating internazionali. Secondo Moody's, nel 2005 in America latina le emissioni interne frutto di cartolarizzazione (pari a \$12,2 miliardi) hanno superato per il secondo anno consecutivo quelle internazionali (\$2,3 miliardi). A Messico, Brasile e Argentina facevano capo rispettivamente il 40, 32 e 15% del volume totale delle operazioni interne, che per tipologia si dividevano in titoli *credit-linked* (33%), prestiti personali e al consumo (17%) e titoli assistiti da garanzia ipotecaria (MBS) (14%).

## Emissioni interne di titoli garantiti da attività (ABS) in America latina

In milioni di dollari USA

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	1 590	701	130	226	525	1 790
Brasile	184	88	106	1 031	1 652	3 911
Cile	173	220	430	380	293	873
Colombia	55	63	597	510	799	323
Messico	65	427	414	604	5 444	4 846
Perù	37	94	7	60	163	295
Venezuela	...	...	...	...	...	...
Totale	2 104	1 593	1 684	2 811	8 876	12 038

Fonte: Moody's.

Il mercato interno messicano delle attività cartolarizzate è nato soltanto nel 2000, ma è già il più attivo dell'America latina, con emissioni per \$5,4 e 4,8 miliardi rispettivamente nel 2004 e nel 2005. Gran parte dell'attività degli ultimi due anni è riconducibile a operazioni molto ingenti garantite da prestiti dell'Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), l'agenzia creata nel 1999 per gestire il debito derivante dai salvataggi bancari<sup>o</sup>. Finora, a parte le operazioni dell'IPAB, le transazioni nel mercato messicano hanno avuto perlopiù a oggetto prestiti "ponte" per l'edilizia e ipoteche residenziali. Sociedad Hipotecaria Federal, una banca di sviluppo pubblica operativa dalla fine del 2001, si è adoperata per sviluppare un mercato MBS coeso. In quest'ambito ha incoraggiato i mutuatari a introdurre obbligazioni con caratteristiche omogenee e ha svolto un ruolo attivo di intermediario e fornitore di liquidità nel neonato mercato secondario.

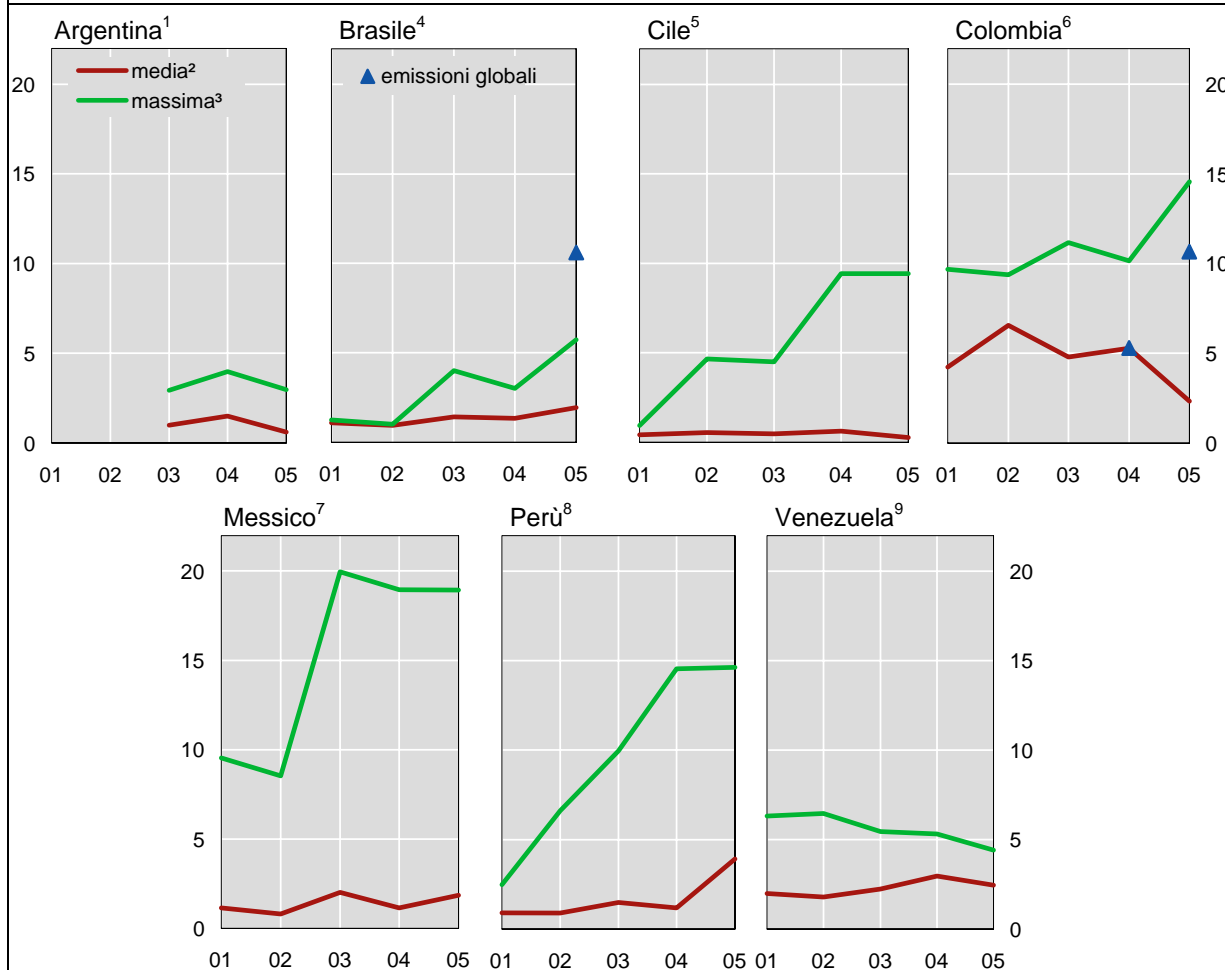
Il Brasile è stato il secondo mercato nazionale più attivo nel 2005, con emissioni per \$3,9 miliardi, a fronte di \$1,7 miliardi nel 2004. La crescita delle emissioni si deve in larga misura al successo dei veicoli di investimento noti come *Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios*, che forniscono alle imprese un'alternativa al tradizionale credito bancario, consentendo loro di cartolarizzare i propri crediti. Prima del 2003 non vi era praticamente nessuna attività nel mercato interno brasiliano. I potenziali emittenti erano dissuasi dagli elevati costi legati alla creazione di società veicolo e dall'iniziale indifferenza degli investitori nei confronti dei questi titoli, data l'ampia disponibilità di titoli di Stato di elevata qualità.

Il mercato argentino delle attività cartolarizzate si è in buona parte prosciugato nel 2001 e nel 2002, ma nel 2003 ha iniziato a riprendersi e lo scorso anno è stato anzi interessato da un incremento rilevante delle emissioni, passate dai \$525 milioni del 2004 a \$1,8 miliardi.

<sup>o</sup> Le transazioni dell'IPAB sono ammontate a \$4,1 miliardi nel 2004 e a \$2,8 miliardi nel 2005.

## Scadenze dei titoli pubblici interni a tasso fisso in moneta locale

In anni



<sup>1</sup> Buoni del Tesoro, *Lebac* e *Nobac*; a esclusione dei buoni del Tesoro emessi il 14 febbraio 2002. <sup>2</sup> Media delle nuove emissioni, ponderata per gli importi emessi (escluse le emissioni globali). <sup>3</sup> Tempo rimanente a fine anno prima della scadenza dell'emissione con vita residua più lunga (escluse le emissioni globali); comprende unicamente obbligazioni emesse nel 2001 o successivamente. <sup>4</sup> LTN, NTN-F ed emissioni globali. <sup>5</sup> Emissioni della banca centrale. <sup>6</sup> TES ed emissioni globali; comprende unicamente le emissioni delle amministrazioni centrali. <sup>7</sup> *Cetes* e obbligazioni di Stato. <sup>8</sup> Certificati di deposito, buoni del Tesoro e obbligazioni di Stato, escluse quelle emesse il 13 ottobre 2004 e il 31 gennaio 2005. <sup>9</sup> Buoni del Tesoro e obbligazioni di Stato.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Grafico 3

composizione. Come mostra il grafico 2, in diversi paesi, tra cui Brasile e Messico, si stanno gradualmente abbandonando i titoli indicizzati a tassi di cambio (*currency-linked*) nell'ambito di programmi di gestione del debito volti a ridurre le vulnerabilità agli shock esterni. Le principali eccezioni a questa tendenza sono costituite da Argentina e Venezuela<sup>3</sup>. Inoltre, la quota relativa di passività a tasso fisso è cresciuta nella maggior parte dei paesi. I progressi sono stati particolarmente evidenti in Messico, dove a fine 2005 tale quota ammontava a quasi il 40%, contro meno del 5% nel 2000. Il Brasile ha parimenti compiuto notevoli passi in avanti: le obbligazioni a tasso fisso sono oggi salite a quasi il 30% del debito negoziabile, contro il 15% nel 2000.

<sup>3</sup> In Argentina, non rappresentata nel grafico 2, i titoli di debito *currency-linked* sono stati utilizzati per riguadagnare accesso al mercato dopo l'insolvenza del paese.

... ma le scadenze  
si stanno  
allungando

In quarto luogo, vi è stata una graduale estensione della struttura per scadenze dei titoli di Stato in moneta locale, in parte conseguita tramite il passaggio dalle obbligazioni a breve termine a quelle a tasso fisso e mediante l'allungamento delle scadenze di queste ultime<sup>4</sup>. I progressi compiuti dai governi nell'estendere la scadenza delle loro emissioni a tasso fisso in moneta locale sono illustrati nel grafico 3, che mostra come la maggior parte dei paesi sia riuscita ad accrescere la scadenza massima di tali titoli. Dal 2003 il Messico è stato in grado di emettere obbligazioni a 20 anni e sta attualmente valutando la possibilità di collocare titoli trentennali. Di recente, anche il Perù ha emesso obbligazioni ventennali in moneta locale, uno sviluppo assai significativo alla luce dell'elevato livello di dollarizzazione del paese. La Colombia, che colloca titoli decennali da diversi anni, ha introdotto obbligazioni a 15 anni. Il Cile ha emesso titoli con scadenza fino a 10 anni nell'ambito del processo di riduzione del grado di indicizzazione del mercato dei titoli di Stato. Il Brasile ha anch'esso realizzato progressi nell'ultimo anno, in parte grazie al lancio di un'obbligazione globale a 10 anni in moneta locale<sup>5</sup>. Nonostante questi miglioramenti, i collocamenti di titoli a tasso fisso con scadenze medio-lunghe restano perlopiù limitati, come testimonia la relativa stabilità della scadenza media ponderata delle nuove emissioni.

Il maggior volume di obbligazioni a più lungo termine inizia a fornire un'utile rappresentazione della struttura per scadenze dei tassi di interesse. Il grafico 4 raffigura i tassi a breve e a lungo termine disponibili per i paesi considerati. La disponibilità di tali tassi contribuisce a rendere i mercati finanziari più completi. Tuttavia, come discusso oltre, l'accuratezza delle informazioni estratte da tali curve è ancora discutibile.

Gli scambi sul  
mercato secondario  
sono modesti ...

In quinto luogo, gli scambi di obbligazioni interne sul mercato secondario, comunemente utilizzati come indicatore della liquidità, hanno registrato un'espansione negli ultimi anni (grafico 1, diagramma di destra), pur rimanendo ridotti rispetto ai mercati maturi (tabella 2). Secondo la Emerging Markets Trade Association (EMTA), nel 2005 le negoziazioni annue di titoli interni dei sette maggiori paesi della regione effettuate dalle banche aderenti sono ammontate a \$1,3 trilioni, ossia 1,6 volte lo stock di titoli in essere. Si tratta di un volume inferiore a quello di mercati più maturi. Sebbene i dati non siano del tutto comparabili, lo stesso anno le negoziazioni di titoli del Tesoro USA sono state pari a circa \$139 trilioni, equivalenti a 22 volte il corrispondente stock. All'interno della stessa America latina, inoltre, l'attività sul mercato secondario varia considerevolmente. Mentre per le obbligazioni messicane il turnover annuo è cinque volte superiore alle consistenze in essere, in Perù e Venezuela esso risulta inferiore allo stock di titoli.

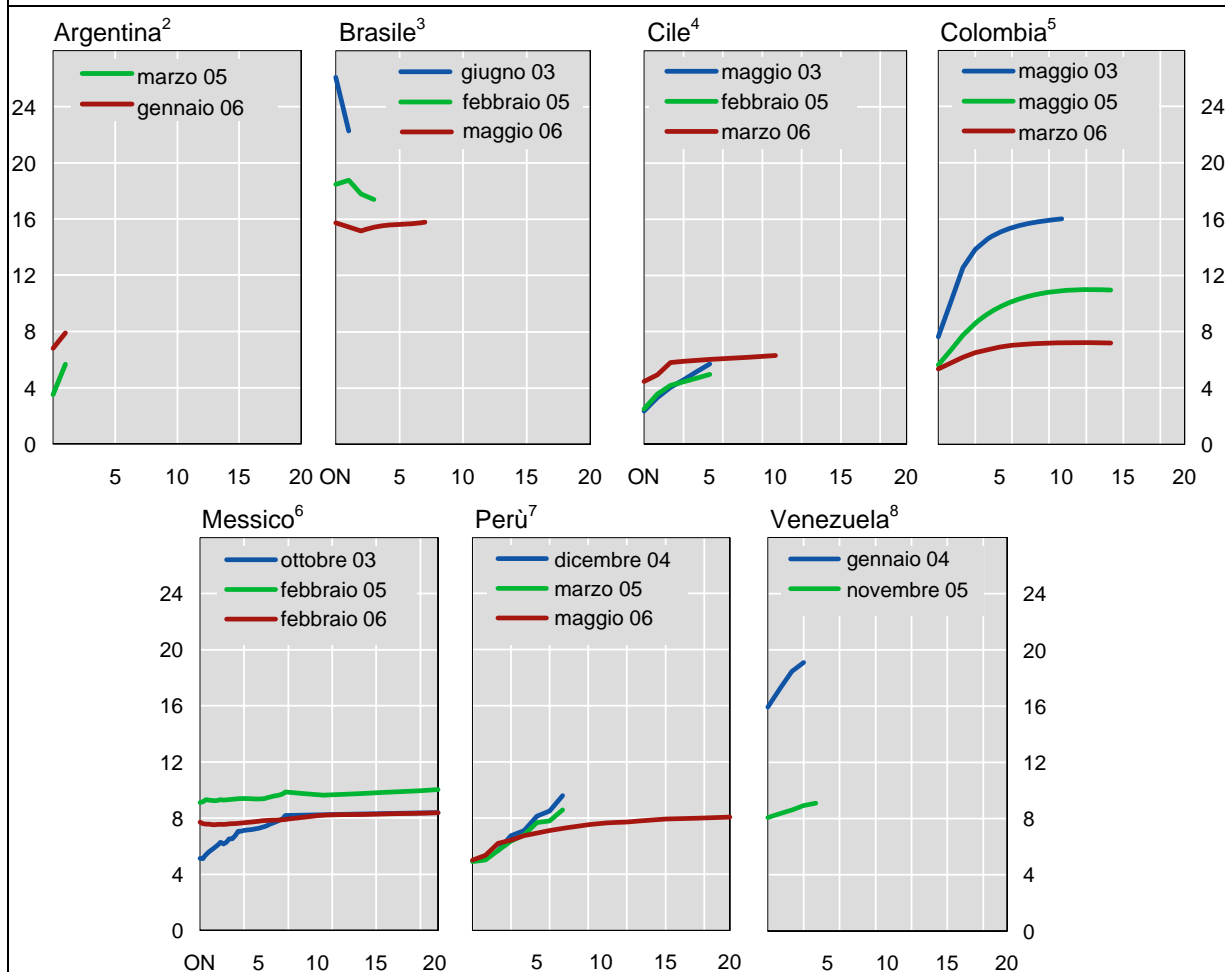
---

<sup>4</sup> In alcuni paesi ha inoltre influito l'estensione della scadenza della quota di debito indicizzata a tassi a breve o all'inflazione.

<sup>5</sup> Cfr. Tovar (2005) per un'analisi delle emissioni recenti di titoli globali in moneta locale dell'America latina.

## Curve dei rendimenti dei titoli pubblici interni a tasso fisso in moneta locale<sup>1</sup>

In percentuale



<sup>1</sup> Vita residua in anni (ON = *overnight*). <sup>2</sup> *Lebac*. <sup>3</sup> Tassi swap; a lungo termine; obbligazioni di Stato (NTN-F). <sup>4</sup> Emissioni della banca centrale. <sup>5</sup> Curva dei rendimenti dei titoli a cedola zero. <sup>6</sup> *Cetes* e obbligazioni di Stato. <sup>7</sup> Obbligazioni di Stato, mercato secondario. <sup>8</sup> Obbligazioni di Stato (*Vebonos*), aste.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico 4

La liquidità del mercato presenta altri importanti aspetti, quali la strettezza dei margini, ossia l'efficienza con cui gli operatori possono negoziare. Come illustrato nella tabella 2, i mercati dei titoli di Stato a tasso fisso non sembrano presentare margini molto ristretti rispetto al mercato statunitense. In effetti, i differenziali denaro-lettera, i quali forniscono un'idea dei costi sostenuti dagli operatori nell'esecuzione delle transazioni, sono sensibilmente maggiori in America latina che negli Stati Uniti<sup>6</sup>. Ancora una volta vi sono differenze rilevanti all'interno della regione. I differenziali sono ristretti in Colombia e Messico, mentre rimangono abbastanza ampi in Argentina, Perù e Venezuela.

Infine, per quanto al momento nella regione non si negozino attivamente strumenti derivati sui titoli di Stato benchmark, l'attività in swap e contratti su

<sup>6</sup> Al confronto, i differenziali denaro-lettera nei mercati dei titoli di Stato asiatici vanno da 1-2 punti base in Corea, India, e Singapore a 7 punti base in Indonesia. Cfr. Jiang e McCauley (2004).



Liquidità dei mercati secondari dei titoli pubblici interni nel 2005				
	Turnover annuo		Differenziale denaro-lettera	Volume medio della transazioni in base allo spread denaro-lettera
	In miliardi di dollari USA	In percentuale dei titoli in essere		
Argentina	91,5	187	10-50 p.b. su obbligazioni a tasso fisso e indicizzate all'inflazione	ARS 2-10 milioni
Brasile	433,0	79	5 p.b. su obbligazioni a tasso fisso	BRL 10-50 milioni
Cile	26,0	98	5 p.b. su obbligazioni a tasso fisso	CLP 100 milioni
			5-10 p.b. su obbligazioni indicizzate all'inflazione	UF 100 000
Colombia	45,0	132	3-5 p.b. su obbligazioni a tasso fisso	COP 2 miliardi
Messico	696,7	494	3-5 p.b. su obbligazioni a tasso fisso	MXN 50-100 milioni
			5-15 p.b. su obbligazioni indicizzate all'inflazione	MXN 5-10 milioni
Perù	2,6	46	10-20 p.b. su obbligazioni a tasso fisso	USD 1 milione
Venezuela	2,8	39	50-100 p.b. su obbligazioni a tasso variabile	VEB 2,4 miliardi
Totale	1 297,6	160	...	...
<i>Per memoria:</i>				
<i>Stati Uniti</i>	<i>138 756,0</i>	<i>2 186</i>	<i>0,8-1,6 p.b. su obbligazioni a tasso fisso</i>	<i>USD 25 milioni</i>

Nota: i dati sul turnover annuo per i paesi latinoamericani corrispondono alle transazioni sul mercato secondario segnalate all'EMTA dai principali intermediari e società di gestione patrimoniale, mentre quelli per gli Stati Uniti si basano sulle transazioni giornaliere tra intermediari in titoli del Tesoro USA, secondo quanto riportato nel supplemento statistico del *Federal Reserve Bulletin*.

Fonti: Sack ed Elsasser (2004); Federal Reserve; Banco Central de Venezuela; FMI; Citigroup; EMTA; JPMorgan Chase; BRI.

Tabella 2

... ma l'attività in derivati è in espansione

tassi a breve è in rapido sviluppo nei principali paesi. In Brasile l'assunzione di posizioni nei mercati del reddito fisso avviene in larga misura tramite futures e swap *overnight* piuttosto che nel mercato a pronti. Ciò spiega la forte espansione negli ultimi anni delle contrattazioni di questi strumenti sui mercati regolamentati, che hanno raggiunto \$6,9 trilioni nel 2005, contro \$2,6 trilioni nel 2000<sup>7</sup>. In Messico, dove le negoziazioni di borsa su attività a reddito fisso si limitano a contratti sui tassi interbancari, gli scambi sono ammontati a \$1 trilione, mentre nel 2000 erano pressoché nulli. Tuttavia, secondo alcune fonti i contratti a termine e gli swap su valute negoziati fuori borsa starebbero riscuotendo un successo crescente in questo paese. Tali strumenti consentono agli investitori e ai mutuatari esteri di coprire le esposizioni ai rischi di cambio e di tasso di interesse connesse con le obbligazioni in moneta locale, facilitando il loro accesso a tale mercato<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> A titolo di confronto, nelle borse statunitensi tali scambi raggiungevano nel 2005 circa \$750 trilioni.

<sup>8</sup> I mercati dei titoli di debito in moneta locale hanno stimolato lo sviluppo degli strumenti derivati in Messico. Sfruttando la domanda di titoli di prim'ordine in peso messicani, alcune società finanziarie estere hanno emesso varie obbligazioni internazionali denominate in questa moneta. Ricorrendo generalmente agli swap per convertire in altre valute i proventi della raccolta, tali emittenti hanno fornito quindi una controparte naturale per gli investitori esteri desiderosi di coprire le proprie posizioni in titoli in peso. Il peso messicano è oggi una

## Diversificazione e sostenibilità dell'espansione dei mercati obbligazionari

L'espansione dei mercati obbligazionari locali dipende in parte dalla sostenibilità del processo globale di diversificazione dei portafogli. Vi sono buone ragioni di credere che i fattori che sostengono lo sviluppo dei mercati obbligazionari in America latina siano in larga misura di natura permanente.

I fattori di sostegno sembrano permanenti

Innanzitutto, si assiste da tempo al processo di integrazione tra le economie mature e quelle dei mercati emergenti. Ciò comprende la crescente disponibilità di informazioni a basso costo e in tempo reale sulle performance dei paesi e delle imprese. Lo sviluppo di tecnologie di contrattazione elettronica ha inoltre ridotto fortemente i costi operativi e i tempi di esecuzione, ampliando ulteriormente la partecipazione al mercato (Wooldridge et al., 2003).

Al tempo stesso, l'appetibilità delle emissioni in moneta locale quali classe di attività per gli investitori internazionali è cresciuta grazie al miglioramento delle politiche e della performance economica in gran parte della regione. La maggior parte dei paesi presenta attualmente un tasso di inflazione basso,

Correlazioni e rendimenti dei mercati obbligazionari interni										
Gennaio 2003-aprile 2006										
Correlazioni		GBI-EM <sup>1</sup>							EMBI <sup>2</sup>	Treasury USA a 10 anni
		Brasile <sup>3</sup>	Cile	Colombia	Messico	America latina	Asia	Europa		
GBI-EM <sup>1</sup>	Brasile <sup>3</sup>	1,00								
	Cile	0,34	1,00							
	Colombia	0,52	0,29	1,00						
	Messico	0,50	0,56	0,48	1,00					
	America latina	0,78	0,53	0,72	0,89	1,00				
	Asia	0,33	0,07	0,31	0,31	0,35	1,00			
	Europa	0,10	0,21	0,21	0,28	0,25	0,42	1,00		
EMBI <sup>2</sup>		0,52	0,24	0,49	0,50	0,56	0,49	0,49	1,00	
Treasury USA a 10 anni		0,23	0,00	0,22	0,25	0,24	0,37	0,37	0,71	1,00
Rendimenti										
2003		23,7	27,7	19,4	7,1	16,7	7,9	14,0	22,3	2,1
2004		24,1	16,3	33,6	5,6	13,8	3,0	28,9	11,7	5,7
2005		36,9	16,2	26,1	21,2	22,8	5,2	3,9	10,3	2,4
2006 (a oggi)		14,7	-1,6	3,2	-0,7	6,1	3,5	1,5	1,5	-3,1
Cumulato		142,2	65,8	117,5	34,9	73,2	21,1	55,4	53,1	7,2
<sup>1</sup> Indice GBI-EM Broad Diversified. <sup>2</sup> Indice EMBI Global Diversified. <sup>3</sup> Campione: maggio 2003-aprile 2006. Fonte: elaborazioni degli autori in base a dati di JPMorgan Chase.										

Tabella 3

delle poche valute dei mercati emergenti per cui si registra una considerevole attività in derivati *over the counter* (BRI, 2005).

notevoli avanzi primari e posizioni favorevoli di conto corrente. In parte grazie a ciò, i tassi di interesse interni sono determinati in misura crescente dall'andamento delle economie nazionali piuttosto che da fattori esterni. Di fatto, in alcuni paesi, come il Messico, recentemente l'andamento della curva dei rendimenti interni si è in buona parte dissociato da quello della curva statunitense.

I mercati locali offrono vantaggi in termini di diversificazione

La tabella 3 presenta evidenze più generali relativamente ai vantaggi in termini di diversificazione offerti dai mercati obbligazionari interni latinoamericani rispetto ad altre classi di attività inserite nei portafogli internazionali, almeno dal punto di vista degli investitori che operano in dollari USA. Tali vantaggi sono evidenti, date le correlazioni relativamente basse riscontrabili dal gennaio 2003 tra i rendimenti delle obbligazioni latinoamericane in moneta locale e quelli di: a) le obbligazioni in moneta locale dei mercati emergenti asiatici ed europei (0,35 e 0,25 rispettivamente); b) l'indice EMBI in valuta estera (0,56); e c) le *Treasury note* USA decennali (0,24). Quest'ultima serie di correlazioni è inferiore alle serie corrispondenti calcolate per gli strumenti in moneta locale asiatici ed europei (0,37 in entrambi i casi) o per l'indice EMBI Global Diversified (0,71)<sup>9</sup>. La riga finale della tabella 3 indica che i vantaggi in termini di diversificazione non hanno avuto come contropartita rendimenti inferiori nel periodo campione: dal 2003 i rendimenti cumulati latinoamericani superano quelli di altri mercati emergenti, di fronte al calo dei rendimenti nominali locali e all'apprezzamento delle valute.

Tali vantaggi sono tuttavia in parte subordinati al fatto che le correlazioni di rendimento con altri strumenti a reddito fisso rimangano basse nei periodi di tensione. Alcuni riscontri empirici corroborano tale ipotesi (Bayliss, 2004), ma non vi sono dati sufficienti per verificare la stabilità delle correlazioni su un periodo abbastanza lungo. Per arrivare a conclusioni più robuste sarebbe necessario comprovare i risultati su una fase prolungata di condizioni di mercato molto meno favorevoli.

## Disallineamenti valutari e rischi di rifinanziamento

Una questione fondamentale relativa allo sviluppo dei mercati obbligazionari in valuta locale in America latina è fino a che punto esso abbia contribuito ad attenuare la vulnerabilità associata ai disallineamenti (*mismatch*) di valuta e di scadenza.

I mercati obbligazionari interni hanno contribuito a ridurre i disallineamenti valutari ...

I dati disponibili sembrano indicare che i progressi compiuti finora nello sviluppo di questi mercati abbiano concorso a ridurre i disallineamenti valutari nella regione. Ciò è senz'altro vero se si considera il summenzionato abbandono delle passività indicizzate al dollaro da parte del settore pubblico. Inoltre, a livello aggregato di regione sono diminuite le posizioni in cambi non bilanciate. Un indicatore comunemente usato per misurare tali disallineamenti è dato dalla quota di debito in valuta estera sul debito totale divisa per il

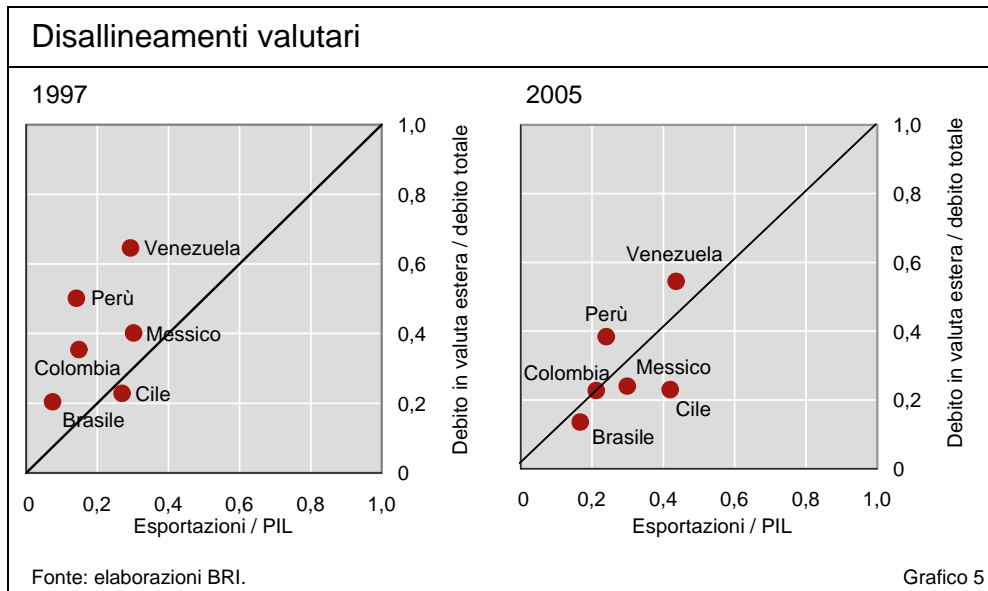
---

<sup>9</sup> Giacomelli e Pianetti (2005) pervengono a risultati simili.

rapporto tra esportazioni e PIL<sup>10</sup>. Come illustrato nel grafico 5, nel 1997 tale rapporto era ben superiore a 1 (situandosi sopra la bisettrice) in tutti i principali paesi eccetto il Cile, mentre nel 2005 si era sensibilmente ridotto in tutta la regione. I tassi di dollarizzazione, misurati dalla quota percentuale di depositi in dollari sui depositi totali nel sistema bancario, sono parimenti calati, in particolare in Perù, dove sono scesi dal 77% nel 1999 al 62% nel 2005. Gli studi a livello di impresa indicano inoltre che i disallineamenti valutari si sono ridotti anche nel settore societario della regione. Ad esempio, Bleakey e Cowan (2005) rilevano che le società tendono attualmente a bilanciare la composizione valutaria delle passività con quella dei flussi di reddito.

Nonostante questi sviluppi positivi, il passaggio dall'indebitamento esterno a quello interno sembra aver sostituito il rischio legato ai disallineamenti valutari con quello connesso con i disallineamenti di scadenza. Il contesto economico è migliorato ma gli investitori in alcuni paesi sono ancora restii a impegnare fondi per lunghi periodi in obbligazioni in moneta locale a tasso fisso. La conseguente prevalenza di titoli a breve termine, a tasso variabile e indicizzati all'inflazione, come illustrano i grafici 1 e 2, potrebbe esporre i governi della regione a un elevato rischio di rifinanziamento qualora le condizioni finanziarie nazionali o globali dovessero deteriorarsi. Ciò vale anche per il settore societario, in cui i progressi compiuti per ridurre i disallineamenti di scadenza sono stati modesti. Ad esempio, i dati a livello di impresa raccolti da Kamil (2004) evidenziano come la quota di passività a lungo termine sul debito complessivo sia diminuita nella regione dalla metà degli anni novanta.

... ma sembrano aver amplificato i disallineamenti di scadenza



<sup>10</sup> Questo indicatore prende in considerazione non solo l'impatto dei tassi di cambio sul valore di attività e passività, ma anche la denominazione valutaria dei flussi di reddito; cfr. Goldstein e Turner (2004).

## Liquidità del mercato secondario

Il basso livello di contrattazioni sul mercato secondario è fonte di preoccupazione poiché la presenza di mercati attivi costituisce un prerequisito essenziale per assumere o liquidare posizioni a costi contenuti. Una scarsa liquidità o il prosciugarsi della liquidità in situazioni di stress possono determinare oscillazioni rilevanti nei prezzi e nella volatilità del mercato<sup>11</sup>. Inoltre, l'esistenza di mercati finanziari liquidi è necessaria per il funzionamento dei moderni sistemi di gestione del rischio, che fanno affidamento sul calcolo di tassi di riferimento accurati per determinare il prezzo dei portafogli e sul funzionamento ordinato dei mercati per ribilanciare frequentemente le posizioni. Uno spessore e una liquidità limitati sul segmento a lunga delle curve dei rendimenti locali possono inoltre ridurre l'accuratezza delle informazioni di prezzo desunte da tali curve. Ad esempio, i movimenti della curva dei rendimenti possono risultare difficili da interpretare in quanto, oltre che da fattori macroeconomici, il prezzo delle obbligazioni a più lungo termine può essere influenzato dai premi per la liquidità o di altro tipo<sup>12</sup>.

Le dimensioni dei mercati incidono sulla liquidità ...

La liquidità del mercato può essere legata a diversi fattori. Le dimensioni di un mercato obbligazionario e delle sue singole emissioni sono in genere considerate fra le determinanti del suo spessore e della sua liquidità. McCauley e Remolona (2000) stimano che la soglia necessaria a garantire che un mercato obbligazionario abbia queste due caratteristiche sia pari a circa \$100 miliardi. In America latina, solo il Brasile e il Messico superano tale soglia. Tuttavia, come illustra la tabella 2, la Colombia è riuscita a sviluppare un mercato relativamente liquido, pur se di dimensioni ridotte.

... come pure la gamma di strumenti esistenti ...

Inoltre, sulla liquidità di un mercato può incidere la tipologia dei titoli che vi sono negoziati. In generale, i titoli indicizzati tendono a essere detenuti fino alla scadenza e sono pertanto meno scambiati e meno liquidi degli strumenti del mercato monetario o delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso, come dimostra il loro differenziale denaro-lettera, più elevato. La disponibilità di un'ampia gamma di strumenti può altresì impedire la costituzione di uno stock di titoli omogenei sufficiente per una negoziazione attiva. In Brasile, ad esempio, vi sono vari tipi di titoli indicizzati all'inflazione e in Messico sono diversi gli emittenti pubblici di titoli a tasso fisso. Un consolidamento dell'offerta di titoli pubblici, sia al livello degli strumenti stessi che dei loro emittenti, contribuirebbe probabilmente ad accrescere notevolmente la liquidità.

---

<sup>11</sup> Di fatto, diversi paesi nella regione hanno già evidenziato alcune vulnerabilità in periodi di stress. Ne sono un esempio il Brasile nel 2001 e nel 2002 e la Colombia nel 2002, dove le turbolenze finanziarie hanno condotto al prosciugamento della liquidità nel mercato dei titoli di Stato. In quella che è stata definita dai colombiani come la "mini-crisi TES", durante la seconda metà del 2002 il Governo della Colombia non è stato in grado di emettere obbligazioni.

<sup>12</sup> Nelle economie con un passato di elevata inflazione e/o squilibri di bilancio persistenti, la variazione del premio al rischio può essere così ampia e difficile da discernere da rendere poco trasparenti i segnali di prezzo relativi all'attività economica reale e alla politica macroeconomica. La possibilità di eventi avversi gravi, ma poco probabili, può anch'essa accrescere il premio al rischio.

Altrettanto importante è l'ampiezza della base di investitori. Il passaggio a sistemi pensionistici finanziati con fondi privati nella regione ha stimolato la domanda istituzionale di titoli interni, ma la base di investitori rimane ristretta<sup>13</sup>. Ad esempio, il settore dei fondi comuni è sottosviluppato (con la principale eccezione del Brasile), le compagnie assicurative sono tendenzialmente di dimensioni ridotte, e il settore degli *hedge fund* è praticamente inesistente. In alcuni paesi, come il Cile, i fondi pensione hanno praticamente creato un monopsonio nei mercati mobiliari. Inoltre, la presenza degli investitori esteri è ancora limitata nella maggior parte dei mercati interni, a causa dell'ampia diffusione di controlli sui movimenti di capitale, ancora vigenti in Argentina, Brasile, Colombia e Venezuela. Le negoziazioni sono altresì limitate da diverse restrizioni normative o da imposte sui pagamenti in conto interesse, sulle plusvalenze patrimoniali o sulle transazioni<sup>14</sup>. La forte domanda internazionale delle emissioni globali in moneta locale lanciate da Brasile e Colombia testimonia chiaramente della preferenza degli investitori per titoli non gravati da tali impedimenti (Tovar, 2005). In Messico la recente esuberanza dei mercati nazionali è stata in parte legata all'agevole accesso al mercato obbligazionario interno di cui hanno beneficiato gli investitori esteri.

## Osservazioni conclusive

Le economie latinoamericane hanno compiuto notevoli progressi nello sviluppo dei mercati obbligazionari interni. Ciò nonostante, devono ancora essere affrontate diverse sfide. Le più urgenti sono la necessità di ridurre la vulnerabilità delle strutture debitorie al rischio di rifinanziamento e di accrescere la liquidità del mercato secondario. Inoltre, resta ancora da verificare fino a che punto tali mercati costituiscano una fonte affidabile di finanziamento per queste economie. Sebbene la regione sembri attualmente meno vulnerabile agli shock finanziari, un deteriorarsi delle condizioni potrebbe esporre i nascenti mercati obbligazionari interni a ulteriori e inaspettate pressioni. A questo riguardo, le autorità politiche dovrebbero incoraggiare l'ulteriore sviluppo di tali mercati.

## Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2005): "I mercati degli strumenti derivati", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 43-53.

---

<sup>13</sup> Nella maggior parte dei paesi gli investimenti istituzionali hanno avuto un ruolo limitato. In Cile le attività detenute da fondi pensione sono aumentate gradualmente dagli anni settanta, raggiungendo circa il 70% del PIL nel 2004. In altri paesi, tuttavia, esse sono molto più modeste e vanno dal 6% del PIL per il Messico al 14% del PIL per l'Argentina (Crabbe, 2005).

<sup>14</sup> In Brasile gli investitori esteri devono registrare gli acquisti di titoli presso l'autorità di regolamentazione del mercato mobiliare e la banca centrale del paese, nonché nominare un rappresentante legale tenuto a controllare la situazione fiscale delle loro transazioni. Sono inoltre assoggettati ad almeno due imposte sulle transazioni (dopo che nel febbraio 2006 è stata abolita un'ulteriore ritenuta fiscale del 15% sui guadagni in conto capitale). In Colombia gli investitori esteri possono acquistare titoli nazionali solo tramite un fondo di investimento e viene applicata una ritenuta che varia in funzione della scadenza dei titoli.

- Bayliss, J. (2004): *Emerging markets' external debt as an asset class*, JPMorgan Emerging Markets Research.
- Bleakey, H. e K. Cowan (2005): *Corporate dollar debt and devaluations: much ado about nothing?*, mimeo.
- Crabbe, C. (2005): *A quarter century of pension reform in Latin America; lessons learned and next steps*, Banca interamericana di sviluppo.
- Giacomelli, D. e F. Pianetti (2005): *Expanding the efficient frontier*, JPMorgan Emerging Markets Research.
- Goldstein, M. e P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Jeanneau, S. e C. Pérez Verdia (2005): "Riduzione della vulnerabilità finanziaria: lo sviluppo del mercato interno dei titoli di Stato in Messico", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 95-107.
- Jiang, G. e R. McCauley (2004): "I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 67-79.
- Kamil, H. (2004): *A new database on the currency composition and maturity structure of firms' balance sheets in Latin America, 1990-2002*, Banca interamericana di sviluppo, mimeo.
- Mathieson, D., J. Roldos, R. Ramaswamy e A. Ilyina (2004): "Emerging local securities and derivatives markets", *World Economic and Financial Surveys*, Fondo monetario internazionale, Washington D.C.
- McCauley, R. ed E. Remolona (2000): "Dimensione e liquidità dei mercati delle obbligazioni di Stato", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 52-60.
- Sack, B. e R. Elsasser (2004): "Treasury inflation-indexed debt: a review of the US experience", *FRBNY Economic Policy Review*, maggio, pagg. 37-63.
- Tovar, C. (2005): "Debito pubblico internazionale denominato in moneta locale: sviluppi recenti in America latina", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 109-118.
- Wooldridge, P., D. Domanski e A. Cobau (2003): "Evoluzione dei nessi fra mercati maturi ed emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 45-54.

