



XII Incontro OCSE su “Mercati dei titoli pubblici e gestione del debito nei mercati emergenti”

organizzato dal
Dipartimento del Tesoro Italiano, Ministero dell'Economia e delle Finanze
Roma, 23-24 Maggio 2002

L'incontro annuale su: “Mercati dei Titoli di Stato e gestione del Debito Pubblico nei Paesi Emergenti” è organizzato con il patrocinio del Gruppo di lavoro sulla gestione del debito pubblico dell' OECD, i cui membri sono Manager ed Esperti nella gestione del debito pubblico provenienti da 30 Paesi OCSE. Il precedente incontro, XI edizione, si è svolto nel giugno 2001 ad Istanbul, in Turchia.

Quest'anno, il Dipartimento del Tesoro è stato scelto per ospitare l'evento, confermando il suo coinvolgimento ed il suo impegno a livello internazionale con l' OCSE e le sue iniziative..

Il gruppo di lavoro sulla gestione del debito pubblico

Il Gruppo OCSE di esperti di gestione del debito pubblico è stato creato nel 1979 come gruppo di lavoro specifico del Committee on Financial Markets.

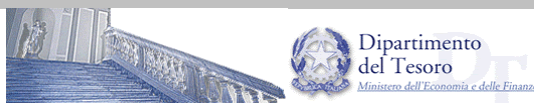
Il Gruppo di lavoro OCSE sulla gestione del Debito Pubblico è formato da rappresentanti dei Governi e da responsabili della gestione del Debito Pubblico provenienti dai paesi OCSE. Il suo principale compito consiste nella discussione di temi relativi alla gestione del debito pubblico e nella elaborazione di documenti e linee guida utilizzabili come esperienze benchmark o come strumento informativo per i paesi OCSE.

Nel 2001, il Gruppo di lavoro ha prodotto una serie di studi e di rapporti che descrivono ed analizzano i recenti mutamenti strutturali e le tendenze nei mercati dei Titoli di Stato nei Paesi OCSE.

Background del Workshop

In quanto iniziativa orientata ai non membri, Il Workshop riunisce, attorno allo stesso tavolo, esperti e manager del Debito Pubblico dei paesi OCSE e non OCSE. Quest'anno, l'audience del workshop è stata allargata anche alla partecipazione dei Gestori ed Esperti del debito dei paesi asiatici, che usualmente incontrano i rappresentanti europei nell'ambito del Forum ASEM sulla gestione del Debito Pubblico.

L'ampliamento dell'audience dell'iniziativa evidenzia lo sforzo di rendere il Gruppo di lavoro dell'OCSE sulla gestione del Debito Pubblico una struttura di riferimento sia per i paesi OCSE che non OCSE.



XII Incontro OCSE su “Mercati dei titoli pubblici e gestione del debito nei mercati emergenti”

organizzato dal
Dipartimento del Tesoro Italiano, Ministero dell'Economia e delle Finanze
Roma, 23-24 Maggio 2002

Workshop OCSE sulla gestione del debito pubblico nei mercati emergenti 1997-2001

XI WORKSHOP: Istanbul, 28-29 Luglio 2001

- **Rating dei titoli sovrani, premio per il rischio paese e la composizione emissioni interne ed estere;**
- **Metodi di compensazione e collocamento dei titoli pubblici;**
- **Organizzazione dell'ufficio di gestione del debito (DMO).**

X WORKSHOP: Varsavia, 29-30 Maggio 2000

- **Il ruolo dei sistemi di Primary Dealer nei mercati emergenti;**
- **Qual'è il futuro dei sistemi di Primary Dealer?**
- **Implicazioni del commercio elettronico e dei sistemi di comunicazione per i mercati del debito pubblico emergenti**
- **Commercio elettronico e nuove tecnologie nei mercati primari: pratiche correnti, agevolazioni, futuri mutamenti.**

IX WORKSHOP: Praga, 9-10 Giugno 1999

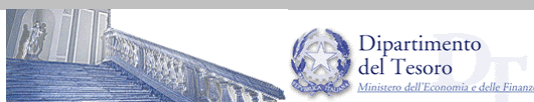
- **Aspetti organizzativi nella gestione del debito pubblico;**
- **Organizzazione della gestione di cassa e suo rapporto con la gestione del debito;**
- **Riforma della infrastrutture del mercato primario e secondario dei titoli pubblici.**

VIII WORKSHOP: Bratislava, 21-22 Maggio, 1998

- **Strategia di emissione e determinazione della scadenza e della duration del debito;**
- **Disegno ed attuazione delle strategie dell'I.T.**

VII WORKSHOP: Budapest, 22-23 Maggio 1997

- **Il ruolo dei gestori del debito nella costruzione della liquidità del mercato secondario del debito pubblico;**
- **Coordinamento nella gestione del debito interno ed estero.**



XII Incontro OCSE su “Mercati dei titoli pubblici e gestione del debito nei mercati emergenti”

organizzato dal
Dipartimento del Tesoro Italiano, Ministero dell'Economia e delle Finanze
Roma, 23-24 Maggio 2002

Temi di discussione del XII incontro di Roma

I

Il ruolo dei derivati nei mercati del debito pubblico

È inutile ricordare che i mercati dei derivati hanno raggiunto dimensioni considerevoli negli ultimi anni. Il mercato resta geograficamente concentrato – la maggior parte delle transazioni nascono a Londra — ma i prodotti si stanno diversificando, con la riduzione della quota dei più liquidi e più attivamente negoziati strumenti “plain vanilla”, dei prodotti “credit default” e dei “total return swaps”.

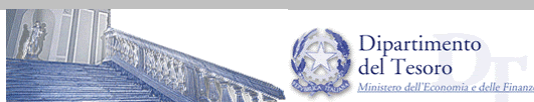
Secondo i dati della B.R.I. ([BIS Quarterly review](#), Marzo 2002), l'ammontare nozionale in circolazione dei derivati OTC è stato, in giugno 2001, pari a 99.755 miliardi di dollari USA (valore lordo di mercato di 3.045 miliardi di USD), con un aumento del 4,8% e 6,10% rispettivamente in dicembre e giugno 2000: 67,466 miliardi sono stati dovuti a contratti su tassi di interesse (67,6% del totale) e 51.407 miliardi agli Swap (51,53% del totale, valore lordo di mercato pari a 1.404 miliardi di USD). Per un confronto, il totale del debito negoziabile dell'Amministrazione centrale di tutti i paesi OCSE è stato pari a 10.941 miliardi di USD come riportato nel Rapporto statistico annuale OCSE sul debito delle Pubbliche Amministrazioni centrali, 2001.

Nel frattempo, il nozionale degli strumenti finanziari derivati negoziati su mercati regolamentati (Future ed Option) è stato, nel Dicembre 2001, pari a 23.539,7 miliardi di USD, in aumento del 65,6% rispetto all'ammontare registrato nel Dicembre 2000. In particolare, i contratti future sui tassi di interesse sono ammontati a 9.136,8 e le opzioni su tassi di interesse a 12.477 miliardi (+139% di incremento annuale!).

La quota di soggetti non finanziari (incluse sia istituzioni che imprese pubbliche) nell'attività sui derivati su tassi di interesse è rimasta stabile attorno all' 8-10% negli anni 1999-2001 (si veda la tabella sotto, Fonte B.R.I.)

	giugno 1999		dic 1999		giugno 2000		dic 2000		Giugno 2001	
	\$US md.	%	\$US md.	%	\$US md.	%	\$US md.	%	\$US md.	%
Ammontare totale in circolazione del capitale notional dei derivati OTC	81.462		88.202		94.008		95.199		99.755	
Totale dei derivati su tassi di interesse	54.072	66,38%	60.091	68,13%	64.125	68,21%	64.668	67,93%	67.465	67,63%
Totale degli Swap su tassi di interesse	38.372	47,10%	49.936	56,62%	47.993	51,05%	48.766	51,23%	51.407	51,53%
IRS non-finanziari	3.828	9,98%	3.863	7,74%	4.315	8,99%	4.190	8,59%	4.463	8,68%

Al momento, non sono disponibili dati ufficiali o sufficienti che consentano di separare le componenti Governo ed Imprese dal totale della categoria delle istituzioni non-finanziarie. Gli emittenti sovrani coinvolti nell'attività sui derivati utilizzano soprattutto swap su tassi di interesse e su valute per assicurarsi dal rischio di mercato e di cambio. Ancora, l'attività in swap potrebbe essere utile nella gestione della durata finanziaria del debito interno e nella riduzione del rischio di rifinanziamento attraverso l'intervento sul profilo delle scadenze (si veda, ad esempio: Denmark Nationalbanken, Danish Government Borrowing and Debt, 2001).



XII Incontro OCSE su “Mercati dei titoli pubblici e gestione del debito nei mercati emergenti”

organizzato dal
Dipartimento del Tesoro Italiano, Ministero dell'Economia e delle Finanze
Roma, 23-24 Maggio 2002

Temi di discussione del XII incontro di Roma

II

La gestione del debito a livello Sub-nazionale

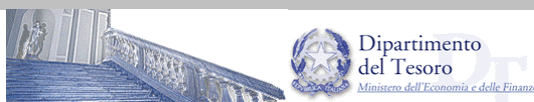
Dalla fine degli anni '80, molti Stati nazionali hanno iniziato a trasferire funzioni e competenze ad Enti Sub-nazionali (ES), i quali, a loro volta, possono avere natura diversa per quanto riguarda la dimensione territoriale ed il grado di autonomia dal Governo Centrale. Il ventaglio degli ES spazia dalle Comunità metropolitane (ad esempio le “Città Federali” russe di Mosca e San Pietroburgo), ai Quasi-Stati (come i Länder tedeschi o gli Stati Canadesi) con propri soggetti legislativi od elettivi o rappresentanti nell'Assemblea federale nazionale.

I problemi derivanti dal decentramento di funzioni agli ES ed in generale dal governo di una struttura istituzionale multi-strato possono essere molto complessi. Ad esempio, come nel caso del decentramento di alcune spese sociali e servizi o del servizio di sanità, associato con un vincolo di pareggio di bilancio. Da un lato, il vincolo di bilancio in equilibrio è spesso necessario per evitare problemi di “soft budget”, di solito collegati con l'esistenza di uno Stato nazionale che agisce come finanziatore di ultima istanza. D'altra parte, servizi come la sanità, non potrebbero essere adeguatamente finanziati con tale vincolo, ad eccezione delle comunità ampie e diversificate demograficamente e socialmente o che possano richiedere il trasferimento di risorse da altre aree con surplus di bilancio attraverso finanziamenti incrociati. In sintesi, l'autofinanziamento non è spesso un'alternativa praticabile per i servizi pubblici o almeno è più complicata da un punto di vista finanziario ed attuariale per un ES.

Ciò indirizza la nostra discussione verso la funzione finanziaria degli ES, e verso la possibilità per loro di accedere ai capitali nazionali ed internazionali, attraverso mercati sviluppati, trasparenti, e liquidi per la Moneta ed i titoli. Il finanziamento delle spese degli ES (specialmente per investimenti in infrastrutture) può essere realizzato attraverso il canale bancario (prestiti) o direttamente approvvigionandosi di capitali sul mercato, per mezzo dell'emissione di debito. Quest'ultima opzione richiede competenze finanziarie così come un sistema finanziario sviluppato e funzionante.

Quando emettono titoli, gli ES si confrontano con i mercati dei capitali nazionali ed internazionali. L'accesso diretto al mercato teoricamente fornisce risorse maggiori ad un prezzo più basso. In realtà, i prezzi dei titoli dipenderanno dalla valutazione (il rating) del merito di credito e della affidabilità patrimoniale dell'emittente, e dalla redditività del progetto che deve essere finanziato. Altri fattori che influenzano il pricing ed il successo dell'emissione dell'ES potrebbero essere la capacità di raggiungere un'ampia base di investitori (la domanda), la liquidità del titolo, la sua struttura (pagamenti, scadenza, eventuali clausole di azione collettiva) così come le condizioni del mercato dei capitali nazionale e globale. Per quel che riguarda la riuscita di queste emissioni due fattori assumono un ruolo cruciale: il prelievo fiscale ed il ruolo dello Stato nazionale. Per quanto riguarda la tassazione, è evidente che più l'ES gode di indipendenza fiscale, più appare solida la sua situazione di cassa e patrimoniale e quindi la sua possibilità di pagare gli interessi ed il capitale. Ricordiamo che l'indipendenza fiscale può essere espressa in prima analisi in termini di autonomia nel modificare le aliquote fiscali o nel definire la base imponibile.

Il ruolo dello Stato è cruciale nel senso che abbiamo già delineato prima, cioè in relazione al “moral hazard” o ai problemi di “adverse selection”. In particolare, l'aspettativa di intervento dei governi nazionali in caso di difficoltà di pagamento o di rinnovo, può generare mancanza di disciplina fiscale ed indebolire la fiducia degli investitori.



XII Incontro OCSE su “Mercati dei titoli pubblici e gestione del debito nei mercati emergenti”

organizzato dal
Dipartimento del Tesoro Italiano, Ministero dell'Economia e delle Finanze
Roma, 23-24 Maggio 2002

Temi di discussione del XII incontro di Roma

III

Il ruolo della cartolarizzazione dell'attivo pubblico

Come riportato dalle statistiche JP Morgan, l'emissione complessiva di ABSs (Asset Backed Securities) e CDOs (Collateralized Debt Obligations) è cresciuta negli anni 1995-2001 da \$118 mld a \$568 mld (media annuale +31,25%). ABSs e CDOs sono i tipi più diffusi di prodotti finanziari strutturati, e rappresentano due differenti forme di cartolarizzazione. La maggior parte di questo ammontare è dovuto all'attività pubblica statunitense. “Cartolarizzazione”, nel suo più ampio significato, implica qualsiasi processo che trasformi una relazione finanziaria (per esempio una relazione creditore-debitore) in una transazione (per esempio un documento di credito). Molto astrattamente, la cartolarizzazione può essere definita come una “riallocazione del rischio”.

È importante sottolineare che l'Ente che cartolarizza le sue attività agisce per prendere a prestito fondi, ma vende una serie di flussi finanziari che dovrà percepire in futuro. Ciò favorisce l'attività di finanziamento in quanto evita di confusioni tra le obbligazioni cartolarizzate e tutte le altre obbligazioni dell'emittente. Dal punto di vista dell'emittente, i principali vantaggi della cartolarizzazione sono:

1. Più bassi costi di provvista
2. Facilitazione nell'accesso ai mercati dei capitali

Dal punto di vista dell'investitore, essa assicura contro il default dell'emittente e consente di misurare le effettive capacità finanziarie dell'emittente. Inoltre, strutture cartolarizzate creano specifiche esposizioni di rischio che gli investitori desiderano e che non possono ottenere in nessun altro modo. Queste tipiche esposizioni di rischio si adattano a varie preferenze di rischio e di capitale degli investitori.

Riguardo ai Mercati Emergenti, la cartolarizzazione “asset backed” dei flussi futuri da ricevere può fornire un mezzo per assicurare rating di credito per le nuove emissioni che eludono la limitazione alle emissioni sovrane e quindi riducono il costo della provvista. La cartolarizzazione di attivi esistenti o di valute sono altre opzioni a disposizione, pur costituendo la minoranza delle cartolarizzazioni proposte dal mercato; la seconda categoria sembra tuttavia in aumento. In aggiunta, secondo uno studio della World Bank, la cartolarizzazione dei flussi futuri sono in grado di raccogliere più capitale per i Paesi Emergenti in periodi di liquidità carente.

A titolo di esempio, si osserva il grande aumento delle transazioni di cartolarizzazione come meccanismo di finanziamento, dopo la crisi messicana del 1994-1995, allorché i ratings degli emittenti sovrani furono diminuiti e i costi di finanziamento aumentarono per molti paesi dell'America Latina. Queste transazioni permettono inoltre di accedere a finanziamenti più a lungo termine con tassi più favorevoli, rispetto ai tradizionali titoli. La maggior parte di queste transazioni coinvolgono dei pagamenti per lo sfruttamento di risorse naturali. La parte più rilevante di esse proviene dai Paesi dell'Asia Orientale, Medio Oriente e Europa Centro-Orientale, che sono più ricche di minerali e Petrolio. Stando ai numeri del 2000, i tipi di transazione più diffusa sono stati raggruppati (secondo S&P e Fitch) in 5 categorie principali, ritenute le più sicure:

1. Pagamenti per Petrolio Greggio;
2. Pagamenti per biglietti Aerei, tariffe telefoniche, carte di credito;
3. Royalties per lo sfruttamento di Gas e Petrolio;
4. Pagamenti di Effetti;
5. Pagamenti per entrate fiscali.