

---

## I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale<sup>1</sup>

*La liquidità dei mercati obbligazionari asiatici in moneta locale varia a seconda di alcuni fattori: dimensioni complessive, volumi trattati, taglio delle emissioni e concentrazione dei portafogli. Di recente, grazie alla redditività dei prodotti a più alto rendimento, le obbligazioni in valuta locale hanno registrato una performance complessivamente migliore di quella dei titoli del Tesoro statunitense.*

*Classificazione JEL: E440, G150, H630, O160.*

I governi dell'Asia orientale stanno incentrando varie iniziative di cooperazione finanziaria sullo sviluppo dei mercati obbligazionari regionali. Nel giugno 2003 undici banche centrali hanno annunciato la costituzione di un pool di riserve ufficiali per circa \$1 miliardo da investire in obbligazioni in dollari USA emesse da governi ed enti parastatali di otto delle undici economie della regione; esse hanno inoltre stanziato fondi da destinare all'investimento in titoli denominati in moneta locale (EMEAP, 2003 e 2004).

Quali sono le caratteristiche che rendono le obbligazioni asiatiche in valuta locale una classe di attività così interessante? Questa è la domanda cui tenta di rispondere il presente saggio monografico, che dopo un'introduzione ai mercati obbligazionari asiatici in moneta locale ne analizza le dimensioni e la liquidità, descrivendo infine la loro performance negli ultimi anni.

Se la dimensione dei mercati delle obbligazioni asiatiche in moneta locale fa di questi strumenti una categoria di attività potenzialmente importante, diversi fattori ne limitano nondimeno la liquidità. A partire dalla crisi asiatica, tali mercati – e i loro segmenti più liquidi – sono cresciuti fino a superare nettamente le dimensioni del mercato obbligazionario asiatico in dollari USA. La liquidità varia moltissimo tra i vari mercati della regione, alcuni dei quali hanno raggiunto considerevoli volumi di scambi, specie nell'Asia nord-orientale. Dall'analisi effettuata si riscontra l'importanza del fattore dimensionale per la liquidità: mercati più ampi beneficiano di maggiori volumi operativi, che favoriscono a loro volta differenziali denaro-lettera più stretti. Presentano inoltre una maggiore liquidità i mercati con emissioni di ammontare medio più elevato. A parità di dimensioni, la concentrazione dei portafogli tra

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle degli autori, e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

investitori che perseguono strategie di “buy and hold” tende a deprimere la liquidità. Una più ampia base di investitori, estesa a operatori non residenti, potrebbe pertanto migliorare la liquidità, forse in particolar modo nei periodi di stress.

Quantomeno, l'esperienza recente indica che questi mercati hanno offerto rendimenti di tutto rispetto, nonostante la minore liquidità. Anche se le obbligazioni in moneta locale presentano rendimenti superiori o inferiori a quelli dei Treasuries, nel periodo gennaio 2001–marzo 2004 le obbligazioni asiatiche hanno reso su base non coperta più dei titoli del Tesoro USA con duration analoga. Tale risultato è dovuto in ampia misura ai guadagni in conto capitale e ai maggiori rendimenti per i titoli con tassi di partenza più alti. Si rimanda ad analisi future la questione di stabilire in che misura tali titoli si adattino ai portafogli obbligazionari globali.

## Dimensioni

Dopo la crisi del 1997–98 i mercati obbligazionari asiatici in valuta locale hanno registrato una rapida crescita. Tra il 1997 e il 2002 le loro dimensioni (esclusi Australia, Giappone e Nuova Zelanda) sono più che raddoppiate. Il totale delle consistenze in essere ha raggiunto \$1,2 trilioni a fine 2002, pari a

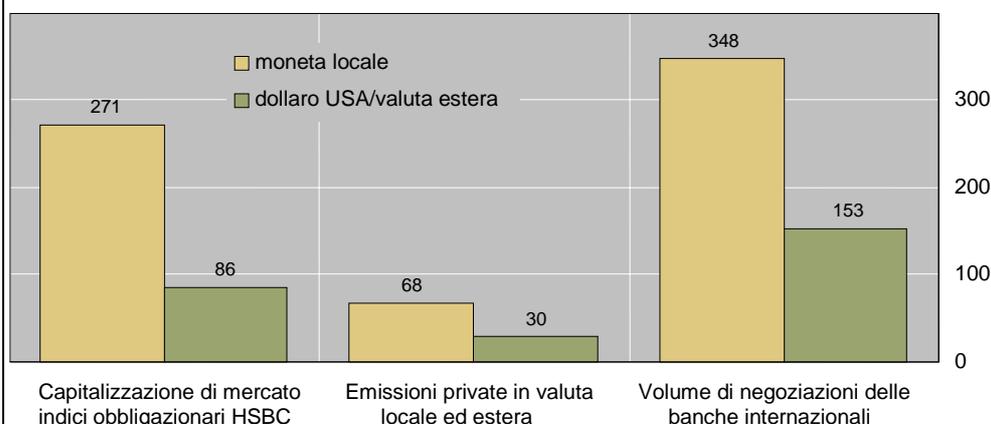
Consistenze in essere per oltre \$1 trilione ...

EMEAP: dimensione dei mercati obbligazionari locali nel 2002						
Economia	Mercato obbligazionario		di cui:			
	mdi di \$USA	% del PIL	titoli pubblici		titoli societari <sup>1</sup>	
			mdi di \$USA	% del totale	mdi di \$USA	% del totale
Australia	208	53	71	34	58	28
Cina	465	38	243	52	10	2
Corea	381	76	96	25	151	40
Filippine	26	34	25	97	1	3
Giappone	6 735	161	4 838	72	753	11
Hong Kong SAR	68	42	15	22	5	7
Indonesia	56	31	54	96	2	4
Malaysia	83	87	34	41	38	46
Nuova Zelanda	18	29	18	..	..	..
Singapore	53	60	33	62	3	5
Thailandia	47	38	29	61	7	14
<b>Totale</b>	<b>8 140</b>	<b>115</b>	<b>5 456</b>	<b>67</b>	<b>1 027</b>	<b>13</b>
<b>Totale escluso il Giappone</b>	<b>1 405</b>	<b>48</b>	<b>618</b>	<b>44</b>	<b>274</b>	<b>19</b>
<b>Totale esclusi Australia, Giappone e Nuova Zelanda</b>	<b>1 179</b>	<b>48</b>	<b>528</b>	<b>45</b>	<b>216</b>	<b>18</b>
<i>Per memoria:</i>						
<i>India</i>	<i>156</i>	<i>34</i>	<i>154</i>	<i>99</i>	<i>2</i>	<i>1</i>
<i>Taiwan, Cina</i>	<i>107</i>	<i>38</i>	<i>61</i>	<i>57</i>	<i>33</i>	<i>31</i>
<i>Stati Uniti</i>	<i>16 324</i>	<i>156</i>	<i>4 537</i>	<i>28</i>	<i>2 421</i>	<i>15</i>

<sup>1</sup> Escluse le obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie.  
 Fonti: Deutsche Bank (2003); Hong Kong Monetary Authority; Reserve Bank of New Zealand; CEIC; ISF; BRI.  
 Tabella 1

## Obbligazioni in moneta locale e in valuta nell'Est asiatico: dimensioni, emissioni, volumi scambiati

in miliardi di dollari USA



Nota: la capitalizzazione di mercato si basa sugli indici obbligazionari asiatici HSBC in moneta locale e in dollari USA al marzo 2004. I dati sulle emissioni private dal 1998 al 2003 sono tratti da Fernandez e Klassen (2004). I volumi degli scambi di obbligazioni ed euroobbligazioni in moneta locale segnalati da banche internazionali per il 2003 sono tratti da EMTA (2004).

Fonti: Bloomberg; BondWare; EMTA; HSBC.

Grafico 1

circa il 50% del PIL regionale (tabella 1)<sup>2</sup>. Questa sorprendente espansione rispecchia sia gli interventi ufficiali volti a sviluppare canali alternativi di intermediazione finanziaria sia il fabbisogno di finanziamento connesso con le ristrutturazioni bancarie e i disavanzi pubblici.

Malgrado la rapida crescita, i mercati asiatici delle obbligazioni in valuta locale presentano ancora tassi di sviluppo tutto sommato insufficienti. Le loro dimensioni sono esigue se rapportate a quelle di Stati Uniti o Giappone – dove lo stock di obbligazioni interne supera il 150% del PIL – e risultano composti per metà da titoli pubblici. Il finanziamento societario resta dominato dal credito bancario e dal capitale di rischio<sup>3</sup>. In aggiunta, questi mercati sono in certa misura segmentati – sia fra di loro sia rispetto ai mercati globali del reddito fisso – a causa, fra l'altro, delle ritenute fiscali, di fattori regolamentari e legali, di infrastrutture carenti.

La quota accessibile all'investimento è molto inferiore al totale in essere, pur essendo tutt'altro che trascurabile. Nel marzo 2004 l'universo di obbligazioni locali asiatiche disponibili agli investitori, definito dall'indice HSBC Asian Local Currency Bond (ALBI), aveva una capitalizzazione di circa \$270 miliardi, pari a meno di un quarto degli 1,2 trilioni di dollari in essere.

<sup>2</sup> I dati della tabella 1 relativi ai titoli pubblici non comprendono gli strumenti debitori delle banche centrali, e sono pertanto sottostimati. In diverse economie la banca centrale emette proprie passività per sterilizzare gli acquisti di valuta estera (McCauley, 2003). In Corea, ad esempio, i titoli di stabilizzazione monetaria con scadenza originaria fino a due anni ammontano ora a KRW100 trilioni, quasi lo stesso importo delle obbligazioni sovrane totali riportato in tabella. Passività analoghe, ma con scadenze in genere più brevi, vengono emesse in Cina, Indonesia, Malaysia, Taiwan (Cina) e Thailandia.

<sup>3</sup> Profilo, questo, osservabile anche in Europa.

... solo in parte prontamente disponibili all'investimento ...

L'indice di HSBC non include le obbligazioni cinesi a causa dei controlli sui movimenti di capitale. Sono inoltre escluse le obbligazioni indonesiane per la ricapitalizzazione bancaria, in ragione della loro illiquidità, nonché quelle al dettaglio thailandesi, emesse espressamente per gli investitori locali nel 2002 allo scopo di coprire i costi dei salvataggi bancari.

Rispetto agli omologhi denominati in valuta, tuttavia, i mercati dei titoli in moneta locale hanno dimensioni nettamente maggiori, attraggono emissioni più massicce e registrano volumi di scambi nel complesso più elevati. Anche la porzione disponibile per l'investimento nei mercati locali supera quella del mercato obbligazionario asiatico in dollari USA (grafico 1), in base sia all'indice HSBC Asian US Dollar Bond (ADBI, con una capitalizzazione che si aggira intorno a \$86 miliardi) sia all'analogo indice JPMorgan Asia Credit (circa \$94 miliardi). Sul mercato primario le emissioni in moneta locale hanno di recente prevalso sull'attività in valuta tanto nel settore pubblico quanto in quello privato (Reserve Bank of Australia, 2003; Fernandez e Klassen, 2004). Per ciò che concerne il mercato secondario, basti osservare che le sole multinazionali finanziarie partecipanti all'Emerging Markets Traders Association (EMTA) dichiarano per il 2003 volumi di scambi in titoli asiatici in moneta locale pari a oltre il doppio di quelli delle obbligazioni asiatiche internazionali. È segnalato un numero maggiore di transazioni in titoli internazionali unicamente per le obbligazioni cinesi, filippine e indonesiane.

... ma in misura comunque maggiore rispetto ai titoli asiatici in dollari USA

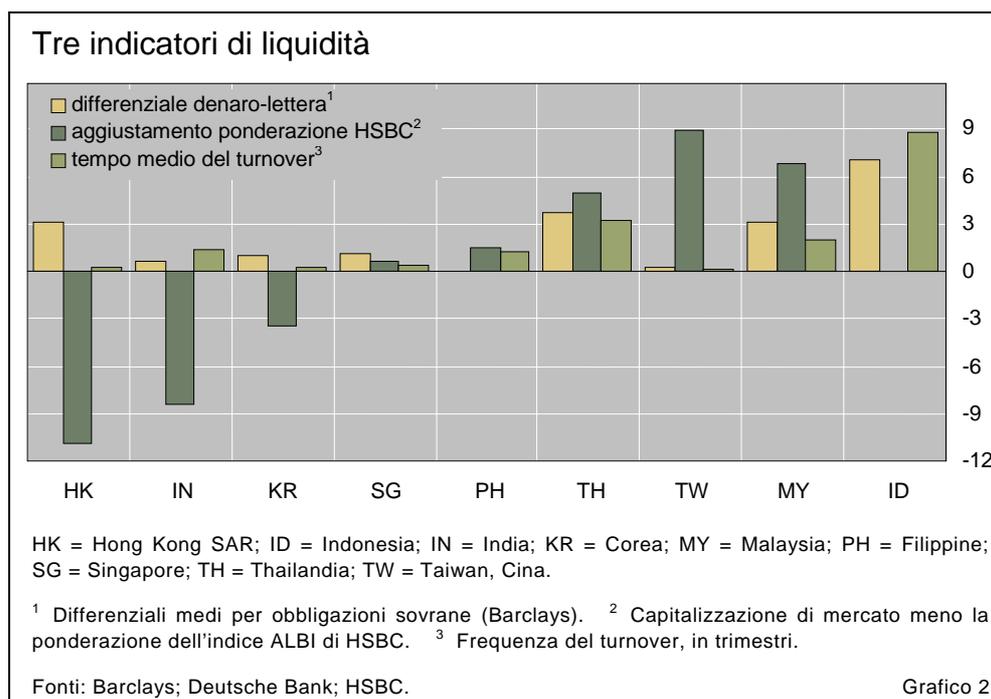
## Liquidità

In un mercato liquido le transazioni possono essere effettuate in modo rapido ed economico senza incidere sul prezzo. La liquidità presenta diverse dimensioni: strettezza dei margini, spessore, immediatezza e resilienza (CSFG, 2000). La strettezza dei margini è espressa dal differenziale fra i prezzi in acquisto e in vendita, come lo spread denaro-lettera in un mercato basato sulle quotazioni. Lo spessore fa riferimento alla dimensione delle transazioni che possono essere eseguite senza causare variazioni di prezzo; l'immediatezza alla rapidità con cui riescono a essere eseguiti gli ordini; la resilienza alla facilità con cui i prezzi tornano alla normalità dopo temporanei squilibri o perturbazioni negli ordini. Non sono da escludere trade-off fra le diverse dimensioni della liquidità. Ad esempio, la concorrenza fra market-maker o la regolamentazione possono restringere il differenziale denaro-lettera a scapito dello spessore, giacché la minore redditività riduce il capitale destinato all'attività di market-making. Un mercato liquido dei titoli di Stato riveste importanza per la liquidità di cassa o di finanziamento, in quanto accresce la capacità delle istituzioni finanziarie di acquisire mezzi monetari tramite la vendita delle obbligazioni.

### *Misurazione della liquidità*

Alla luce delle diverse dimensioni della liquidità vengono esaminati tre diversi indicatori: la valutazione di un market-maker, il turnover e il differenziale denaro-lettera. Come si vedrà, i tre indicatori mostrano una sostanziale coerenza tra loro (grafico 2).

Tre misure



La valutazione effettuata da HSBC in materia di liquidità, accessibilità e infrastrutture porta la banca ad attribuire all'interno del suo indice obbligazionario locale una ponderazione maggiore o minore di quanto sarebbe giustificato dalla sola capitalizzazione di mercato. I mercati di Corea, Hong Kong SAR e India hanno ponderazioni assai elevate, poiché sono ritenuti avere una liquidità e un'accessibilità migliori rispetto ad altri mercati.

Sostanzialmente parallela a questa valutazione è l'indicazione offerta dal volume di scambi e dal suo rapporto con la capitalizzazione di mercato. In base alla frequenza del turnover, Hong Kong, Taiwan (Cina)<sup>4</sup>, Corea e Singapore beneficiano di mercati obbligazionari più liquidi.

Un'analoga indicazione è fornita dagli spread denaro-lettera medi segnalati. Questi vanno da circa 1 punto base per Corea, India, Singapore e Taiwan a 7 punti base per l'Indonesia. In genere, tali differenziali risultano stretti anche se raffrontati a quelli praticati nei liquidi mercati dei titoli del Tesoro USA, che variano da 0,5 punti base per i Treasury bill a 3 punti per i Treasury bond. Benché secondo Fleming (2003) il differenziale denaro-lettera sia il migliore indicatore di liquidità, la sua strettezza nell'Est asiatico potrebbe in parte rispecchiare prescrizioni governative o di borsa che limitano gli spread dei market-maker. L'apparente liquidità segnalata dal più basso differenziale potrebbe essere compensata da un minor spessore del mercato.

#### *Determinanti della liquidità*

Passando dalla misurazione della liquidità alla valutazione delle sue determinanti entrano in gioco diversi fattori (CSFG, 2000). Dal lato dell'offerta, le dimensioni dei mercati obbligazionari asiatici – che, secondo Eichengreen e Luengnaruemitchai (2004), sarebbero empiricamente correlate alle dimensioni

<sup>4</sup> Di seguito, Taiwan.

dell'economia stessa – potrebbero contribuire alla carenza di spessore e di liquidità. Inoltre, il taglio contenuto delle singole emissioni, possibile conseguenza dello scarso spessore dei mercati, potrebbe altresì deprimere gli scambi e pertanto concorrere a carenze di liquidità. Dal lato della domanda, un'esigua base di investitori, dominata da banche commerciali locali e/o da un fondo previdenziale pubblico, potrebbe sbilanciare il mercato obbligazionario in una direzione o nell'altra, spingendo gli operatori a vendere o ad acquistare tutti nello stesso momento. L'assenza o l'onerosità degli strumenti di copertura ed eventuali restrizioni alla vendita allo scoperto potrebbero accrescere sui mercati obbligazionari le compravendite basate su strategie "momentum" e scoraggiare un'ampia partecipazione degli investitori. Infine, una contabilità basata sul costo storico anziché sul valore di mercato potrebbe condurre all'adozione di strategie "buy and hold", che riducono la liquidità di mercato (Mohanty, 2002).

È stato riscontrato che la dimensione dei mercati asiatici influisce sulla loro liquidità (grafico 3, diagrammi superiori). Un mercato più ampio tende ad accompagnarsi a maggiori volumi di scambi (variabili entrambe logaritmiche), che a loro volta determinano un restringimento degli spread denaro-lettera. Anche se leggermente più tenue, tale relazione è simile a quella intercorrente fra dimensione, turnover e liquidità osservata nei mercati dei titoli di Stato del G10 e ascritta alle economie di scala nell'attività di market-making (McCauley e Remolona, 2000).

Basandosi sulla presenza di un attivo mercato dei futures su obbligazioni sovrane, nonché sugli scarti denaro-lettera nei mercati del G10, McCauley e Remolona (2000) fissano la soglia dimensionale critica per un mercato liquido intorno ai \$100-200 miliardi. In Asia, la Cina e l'India hanno superato tale soglia, mentre Corea e Taiwan vi si stanno approssimando. L'esperienza dell'Australia indica tuttavia che, nelle giuste circostanze, una dimensione nettamente inferiore può comunque garantire la liquidità dei mercati a pronti e a termine dei titoli pubblici (Australia, 2003). In circostanze meno favorevoli, peraltro, la soglia di \$100-200 miliardi potrebbe rivelarsi troppo bassa.

Singole emissioni di importo elevato sono un sintomo dello spessore del mercato, di per sé un indicatore di liquidità, ma possono anche favorire la liquidità stessa attirando un maggior numero di scambi. In Asia il taglio medio delle emissioni è correlato negativamente agli spread denaro-lettera, e i mercati obbligazionari dove esso è più elevato presentano una più alta liquidità (grafico 3, diagramma in basso a sinistra). Spiccano anche in questo caso Cina e India, con emissioni singole mediamente superiori ai \$3 miliardi. Pertanto, anche se lo sviluppo di mercati obbligazionari liquidi è senz'altro più agevole nelle grandi economie che non nelle piccole, un'attenta gestione del debito può indurre una liquidità maggiore di quella giustificata dalle sole dimensioni del mercato.

Un modo per accrescere l'importo delle emissioni consiste nell'aggregare passività di diverso tipo. Nelle economie asiatiche ciò può avvenire agendo sulla struttura per scadenze o sui prenditori del settore pubblico. Per quanto

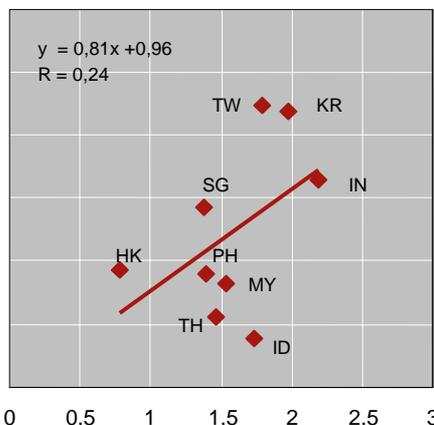
Fattori dal lato dell'offerta: dimensione complessiva ...

... e importo delle singole emissioni

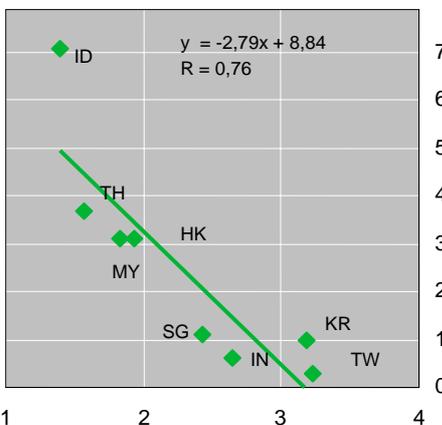
## Liquidità dei mercati obbligazionari dell'Est asiatico

dimensione del mercato, volume degli scambi, importo delle emissioni e concentrazione

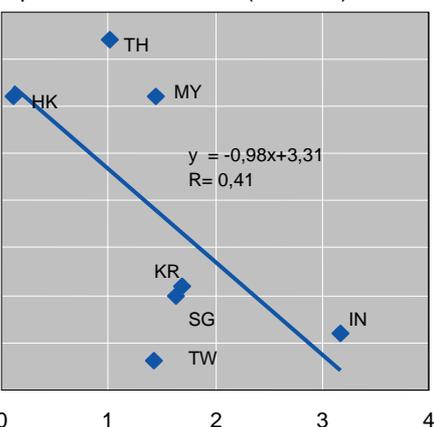
Dimensione del mercato (ascissa)<sup>1</sup> e volume degli scambi (ordinata)<sup>1</sup>



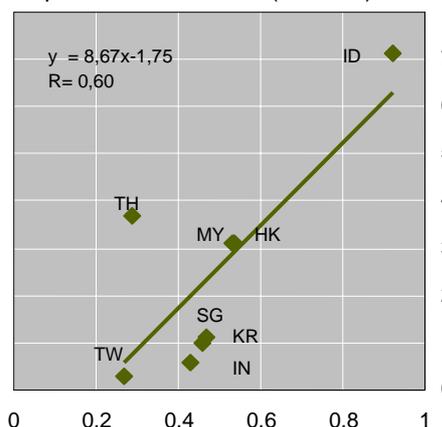
Volume degli scambi (ascissa)<sup>1</sup> e spread denaro-lettera (ordinata)<sup>2</sup>



Importo delle emissioni (ascissa)<sup>1</sup> e spread denaro-lettera (ordinata)<sup>2</sup>



Concentrazione dei portafogli (ascissa)<sup>3</sup> e spread denaro-lettera (ordinata)<sup>2</sup>



<sup>1</sup> In miliardi di dollari USA; variabili logaritmiche. <sup>2</sup> In punti base. <sup>3</sup> Indice Herfindahl-Hirschman.

Fonti: Barclays Capital; Bloomberg; Deutsche Bank; HSBC; elaborazioni BRI.

Grafico 3

concerne le scadenze, la scelta è fra un'attività di emissione concentrata su titoli benchmark da un lato, e l'offerta di una curva dei rendimenti continua, accompagnata da un contestuale allungamento delle scadenze dall'altro. I paesi industriali con attivi di bilancio tendono a concentrare le emissioni su alcuni grandi prestiti benchmark per preservare la liquidità. In India, Taiwan e Thailandia sembrano esservi margini per aumentare le dimensioni delle emissioni benchmark, in quanto il rapporto fra taglio massimo e taglio minimo o medio è comparativamente basso in tali paesi (almeno per quanto riguarda le emissioni rientranti nell'indice ALBI di HSBC). Nel contempo, la presenza di molteplici emittenti pubblici suddivide il mercato in segmenti relativamente meno liquidi. Si potrebbe considerare la proposta di unificare ciascun mercato dei titoli pubblici nell'Est asiatico, sovrafinanziando il fabbisogno di bilancio del governo e depositando il ricavato presso la banca centrale, e sostituire così le passività di quest'ultima verso gli operatori di mercato, come suggerito da McCauley (2003).

Una base di investitori ristretta, dominata da banche, ostacola lo sviluppo di un mercato secondario liquido per le obbligazioni. In media, i titoli di debito asiatici emessi sull'interno sono detenuti per oltre la metà da banche, una quota significativamente superiore a quella di altri mercati emergenti o di alcune economie sviluppate. È stato osservato che una maggiore concentrazione degli investimenti a reddito fisso si accompagna a spread denaro-lettera più ampi, a riprova che in Asia la concentrazione pregiudica la liquidità (grafico 3, diagramma in basso a destra). La concentrazione dei portafogli obbligazionari è misurata dall'indice standard Herfindahl-Hirschman (HH), definito come somma dei quadrati delle quote di mercato. Quanto maggiore è l'indice HH, tanto più alta è la concentrazione del mercato. Un'accresciuta partecipazione di investitori istituzionali ed esteri – la cui assenza si nota, a differenza di quanto avviene sui mercati azionari della regione – potrebbe contribuire a ridurre la concentrazione di mercato e migliorare così la liquidità.

Fattori dal lato della domanda: ampia base di investitori ...

L'applicazione di ritenute alla fonte potrebbe limitare l'interesse degli investitori esteri per le obbligazioni asiatiche in moneta locale (Takeuchi, 2004). Nella maggior parte dei casi e ad eccezione di Hong Kong, ciò costituisce un problema, sebbene non sia chiaro fino a che punto i bassi livelli di investimento estero nei mercati locali siano riconducibili alla perdita di interesse ovvero al tempo e agli sforzi necessari per ottenere il rimborso di tali ritenute. In Corea gli investitori esteri sembrano partecipare al mercato principalmente attraverso l'assunzione di posizioni lunghe in futures (anziché a pronti) su titoli pubblici triennali, a indicazione del fatto che proprio la ritenuta fiscale potrebbe rappresentare il vincolo.

La carenza di mercati di copertura, come quelli degli swap di tasso di interesse e dei futures su obbligazioni sovrane, e l'insufficiente sviluppo di mercati di finanziamento come quelli pronti contro termine potrebbero ridurre la liquidità nei mercati delle obbligazioni asiatiche in moneta locale (Barclays, 2003; Hohensee e Lee, 2004). Tranne Hong Kong e Singapore, in molti paesi i mercati degli swap sono inattivi o inadeguatamente sviluppati, soprattutto a causa di restrizioni regolamentari e della mancanza di tassi di riferimento affidabili. La negoziazione di futures in borsa è stata sperimentata nelle piazze di Hong Kong, Singapore, Corea, Taiwan, Malaysia e India, ma ha raggiunto una massa critica soltanto nel caso dei futures su obbligazioni triennali in Corea. Lo sviluppo dei mercati PcT è diseguale, ostacolato da questioni regolamentari e fiscali. La maggior parte delle transazioni coinvolge banche centrali e l'attività "inter-dealer" – esigua – è circoscritta a Corea, Malaysia e Singapore. Benché la copertura a termine di gran parte delle valute della regione sia soggetta a restrizioni, i sempre più liquidi "non-deliverable forward" potrebbero facilitare gli investimenti esteri nei mercati delle obbligazioni in moneta locale fornendo appropriati strumenti di copertura (Ma et al., 2004).

... e mercati per le operazioni di copertura

#### *La liquidità in situazioni di stress*

Le misure e le determinanti della liquidità dei mercati in condizioni normali potrebbero non essere più valide in situazioni di stress, e ciò porrebbe un serio problema ai mercati dei titoli asiatici in moneta locale. Persino mercati

Improvvisi e massicci ritiri di fondi nei mercati obbligazionari

obbligazionari ben sviluppati possono mostrare tensioni in periodi di ribassi, come nel 1994 o a metà 2003 (Borio e McCauley, 1996). Viste le loro dimensioni ridotte, la minore liquidità e una base di investitori meno diversificata, in periodi di stress i mercati dell'Est asiatico possono incorrere in difficoltà ancora maggiori.

Corea e Thailandia forniscono un esempio di come i mercati, al pari delle istituzioni finanziarie, possano essere potenzialmente soggetti a improvvisi e massicci ritiri di fondi (Borio, 2000). Benché tale fenomeno possa originare dal "centro" del mercato, come quando gli operatori cominciano a nutrire dubbi sulla reciproca solvibilità e liquidità (rischio di controparte nel mercato OTC), i recenti casi asiatici mostrano che brusche corse ai ripari possono iniziare anche in "periferia", ossia tra gli investitori finali: in risposta a movimenti avversi dei prezzi dovuti a tassi di interesse generalmente più elevati o a impreviste inadempienze di emittenti, gli investitori obbligazionari provenienti da istituzioni finanziarie non bancarie hanno cercato di disimpegnarsi. Ciò ha obbligato le istituzioni finanziarie a liquidare a loro volta le proprie posizioni, determinando un prosciugamento della liquidità sui mercati del reddito fisso (cfr. il riquadro)<sup>5</sup>.

## Rendimenti nominali ed effettivi

I rendimenti nominali delle obbligazioni asiatiche in moneta locale mostrano una considerevole dispersione, situandosi sia al di sopra sia al di sotto di quelli dei buoni del Tesoro USA. Gli spread fra le due tipologie di titoli variano da -270 a +1 350 punti base, mentre i rendimenti nominali delle obbligazioni sovrane asiatiche in dollari USA sono uniformemente più elevati di quelli delle equivalenti Treasury notes statunitensi, con differenziali che oscillano tra i 50 e gli 800 punti base (tabella 2). I titoli obbligazionari locali di Singapore, Taiwan e, più di recente, Hong Kong SAR sono negoziati con rendimenti inferiori a quelli dei Treasuries comparabili. A Singapore e Taiwan i bassi tassi ufficiali e l'atteso rafforzamento della valuta locale nei confronti del dollaro hanno concorso a un calo dei rendimenti. Benché a Hong Kong le obbligazioni abbiano in genere offerto un premio rispetto ai corrispondenti titoli del Tesoro USA, rispecchiando il rischio di un "disancoraggio" valutario, dal settembre 2003 le attese di un apprezzamento del renminbi hanno spinto i rendimenti nominali obbligazionari di Hong Kong al di sotto di quelli statunitensi. A causa dei controlli sui movimenti di capitale, in Cina e Malaysia i rendimenti nominali sono inferiori a quelli USA, malgrado il cambio fisso con il dollaro e l'assenza, fino al 2003, di aspettative di un apprezzamento. In Thailandia i bassi tassi ufficiali e l'atteso rafforzamento della moneta hanno compresso i rendimenti per buona parte dello scorso anno, ma più di recente questi sono stati oggetto di pressioni derivanti da un'accelerazione della crescita e dal deciso rientro della minaccia deflazionistica.

I rendimenti nominali delle obbligazioni asiatiche si situano al di sopra o al di sotto di quelli dei Treasuries

---

<sup>5</sup> Non è chiaro se alle perdite di liquidità in situazioni di stress concorrano anche le infrastrutture di compensazione e regolamento in Asia, che si ritiene non attenuino a sufficienza i rischi nelle varie fasi del processo di regolamento (Braeckeveld, 2004).

## Volatilità e liquidità in Asia

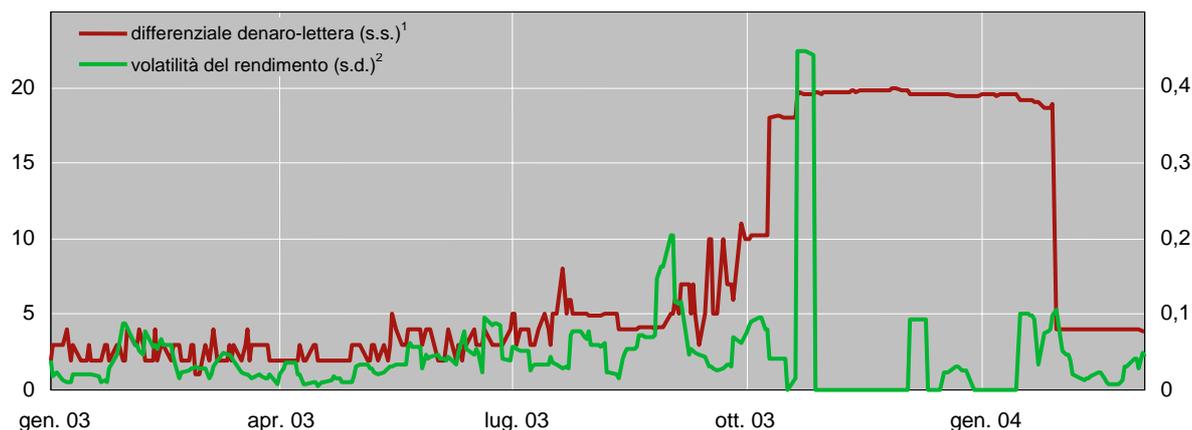
Agli inizi del 2003 il mercato obbligazionario coreano è incorso nella sua terza crisi dopo quella asiatica del 1997–98. Gli elementi comuni delle tre crisi sono stati una brusca revisione della valutazione di un'impresa privata (Daewoo, Hyundai o SK Group/LG Card), massicci disinvestimenti da fondi comuni obbligazionari da parte di famiglie e imprese, vendite precipitose di titoli (soprattutto pubblici), illiquidità e, infine, intervento del governo.

Più di recente, l'ondata di vendite sui mercati dei titoli del Tesoro USA nell'estate 2003, con il concorso di sviluppi interni alla regione, ha prodotto episodi di volatilità sui mercati obbligazionari asiatici in moneta locale, influenzando negativamente sulla liquidità. Nella seconda metà del 2003 i rendimenti delle obbligazioni decennali di Cina, Singapore, Taiwan e Thailandia sono stati tutti inferiori a quelli delle omologhe Treasury notes.

In Cina l'incremento degli obblighi di riserva in settembre, l'aumento dell'inflazione e le aspettative di un'elevata offerta di titoli pubblici hanno condotto a massicce cessioni in un mercato obbligazionario dominato dalle banche commerciali. Tra settembre e novembre i rendimenti decennali sono cresciuti dal 2,9 al 3,9%. Ciò ha determinato un prosciugamento della liquidità sul mercato primario; alcuni prestiti non sono stati collocati integralmente e nuove emissioni di titoli del Tesoro sono state cancellate.

L'ondata di vendite sul mercato obbligazionario in baht thailandesi è stata scatenata dalla volatilità nei mercati dei Treasuries. Tuttavia, fattori interni (allentamento delle restrizioni ai deflussi di capitali, incerta tempistica delle emissioni sovrane e dinamica vigorosa del mercato azionario) hanno spinto al rialzo i rendimenti in baht anche dopo la stabilizzazione dei mercati USA. Il calo nel valore delle attività nette dei fondi comuni che operano sul reddito fisso è stato pronunciato a causa della mancanza di strumenti di copertura. Ne sono conseguiti ritiri di fondi da parte degli investitori. I fondi comuni hanno dovuto vendere titoli per far fronte alle richieste di rimborso, e ciò ha compresso ulteriormente i corsi obbligazionari. Con l'aumento della volatilità di prezzo a partire da giugno, gli spread denaro-lettera sono sostanzialmente aumentati, passando in un primo momento da circa 3 a 10 punti base, per sfiorare poi i 20 punti (cfr. grafico). Sebbene i differenziali denaro-lettera siano aumentati anche nei mercati dei Treasuries USA sullo sfondo di condizioni volatili, i movimenti del mercato thailandese sono stati molto più ampi e persistenti (Kos, 2003): il volume giornaliero degli scambi è crollato da circa 10 miliardi a meno di 1 miliardo di baht.

### Obbligazione di Stato thailandese 2012: volatilità dei rendimenti e spread denaro-lettera



<sup>1</sup> In punti base. <sup>2</sup> Deviazioni standard delle variazioni giornaliere di rendimento nella settimana precedente.

Fonti: Bloomberg; HSBC; elaborazioni BRI.

Negli ultimi tre anni l'investimento in strumenti con rendimenti nominali relativamente elevati avrebbe tendenzialmente prodotto una redditività effettiva maggiore in termini di valuta locale (tabella 2). Le obbligazioni a più alto rendimento di India e Filippine hanno conseguito risultati migliori per effetto sia

delle plusvalenze patrimoniali indotte dal calo dei rendimenti nominali, sia del più alto tasso offerto. Le obbligazioni con rendimenti nominali inferiori a quelli dei Treasuries di pari scadenza hanno fruttato generalmente di meno in termini di valuta locale.

Poiché i tassi di cambio nei confronti del dollaro sono stati in media relativamente stabili durante il periodo, i diversi rendimenti effettivi in valuta locale hanno prodotto soddisfacenti rendimenti effettivi in dollari. Tale conclusione emerge da un raffronto tra i rendimenti effettivi totali delle obbligazioni asiatiche in moneta locale segnalati da HSBC (su base non coperta, in termini di valuta locale e di dollari) e quelli dei Treasuries USA elaborati dalla FEAAF (Federazione europea degli analisti finanziari). Dato che queste serie di rendimenti effettivi sono disponibili solo a livello di indici, abbiamo scelto l'appropriato indice FEAAF corrispondente alla duration di ciascun indice asiatico.

In base a tali indici, nel periodo gennaio 2001–marzo 2004 i rendimenti effettivi totali delle obbligazioni locali asiatiche hanno superato quelli dei titoli del Tesoro USA di pari scadenza (grafico 4). In particolare, il rendimento effettivo totale in dollari USA dell'indice obbligazionario locale HSBC durante tale periodo supera di circa 24 punti percentuali quello effettivo dei Treasuries equiparabili<sup>6</sup>. Ad eccezione di Cina, Malaysia e Singapore (dove i rendimenti nominali sono stati generalmente bassi e le valute stabili), nell'arco dei 39 mesi considerati le obbligazioni locali asiatiche hanno riportato in ciascuna economia rendimenti effettivi in dollari USA superiori a quelli dei Treasuries.

Risultati migliori  
rispetto ai  
Treasuries ...

Differenziali di rendimento nominale e rendimenti effettivi			
in percentuale			
	Differenziale di rendimento <sup>1</sup> al 31 gen. 2001	Differenziale di rendimento <sup>1</sup> al 1° mar. 2004	Rendimento effettivo dell'indice <sup>2</sup>
Cina, a 11 anni	-1,64 <sup>3</sup>	0,44	10,94
Corea, a 3 anni	0,93	2,64 <sup>4</sup>	25,99
Filippine, a 3 anni	11,94 <sup>5</sup>	9,60	54,88
Hong Kong SAR, a 5 anni	0,61	-0,33	25,42
India, a 10 anni	5,45	1,29	81,65
Malaysia, a 10 anni	-0,01	0,69	14,30
Singapore, a 10 anni	-1,42	-0,71	16,16
Taiwan (Cina), a 10 anni	-0,04	-1,44	35,65
Thailandia, a 10 anni	-0,27	0,42	23,20

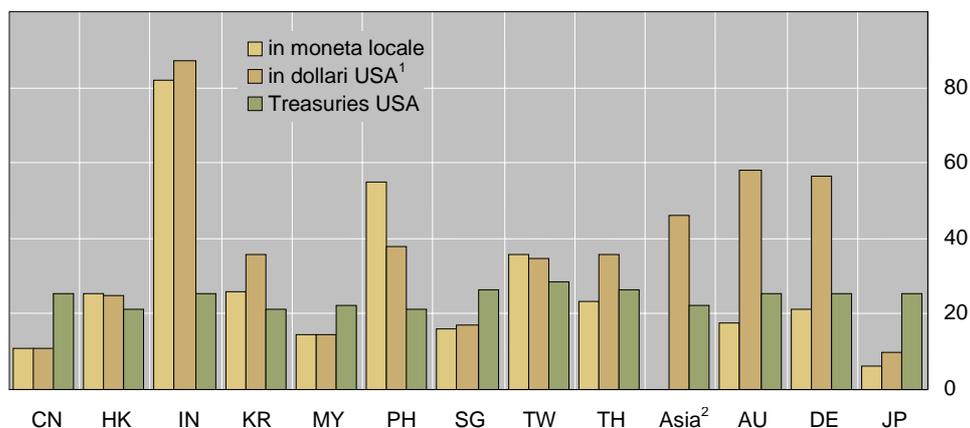
<sup>1</sup> Rispetto ai titoli del Tesoro USA di pari scadenza. <sup>2</sup> Gennaio 2001–marzo 2004; rendimento effettivo dell'indice in termini di valuta locale; elaborazioni HSBC. <sup>3</sup> 11 ottobre 2001. <sup>4</sup> 27 febbraio 2004. <sup>5</sup> 19 ottobre 2001.

Fonti: Bloomberg; HSBC; elaborazioni BRI. Tabella 2

<sup>6</sup> L'indice complessivo di rendimento effettivo totale delle obbligazioni locali asiatiche ALBI di HSBC copre Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia, ed è calcolato in termini di dollari USA. Esso esclude la Cina, il cui mercato obbligazionario non è aperto agli investimenti esteri.

## Rendimenti effettivi: raffronto tra titoli asiatici e Treasuries

gennaio 2001–marzo 2004



AU = Australia; CN = Cina; DE = Germania; HK = Hong Kong SAR; IN = India; JP = Giappone; KR = Corea; MY = Malaysia; PH = Filippine; SG = Singapore; TH = Thailandia; TW = Taiwan, Cina.

<sup>1</sup> Su base non coperta. <sup>2</sup> Paesi asiatici riportati, escluso il Giappone.

Fonti: Bloomberg; HSBC; elaborazioni BRI.

Grafico 4

L'apprezzamento del cambio ha di fatto contribuito significativamente alla migliore performance di Corea e Thailandia, dove i rendimenti effettivi in dollari hanno superato quelli in valuta locale di 10–13 punti percentuali. Nelle Filippine, benché la debolezza della valuta abbia ridotto i rendimenti interni di 17 punti, la perdita è stata più che compensata dai maggiori tassi nominali offerti e dai guadagni in conto capitale. Come già rilevato, nel periodo in esame questi fattori hanno concorso a rendimenti effettivi più elevati in India e, in misura minore, a Hong Kong<sup>7</sup>.

La redditività delle obbligazioni locali asiatiche può essere raffrontata a quelle dei titoli in dollari australiani, euro e yen giapponesi. Nel corso dei 39 mesi esaminati i rendimenti effettivi totali in dollari dei titoli asiatici sono stati inferiori di circa 10 punti percentuali a quelli in dollari australiani o in euro a causa del vigore del dollaro australiano e dell'euro nei confronti del dollaro USA<sup>8</sup>, ma hanno superato quelli delle obbligazioni giapponesi.

Considerato il maggiore rischio di credito delle obbligazioni asiatiche, questi rendimenti effettivi non basterebbero di per sé a rendere tali titoli appetibili per gli investitori. I rating creditizi assegnati alle obbligazioni sovrane asiatiche in moneta locale sono in genere più elevati di quelli attribuiti agli analoghi titoli in dollari (Kisselev e Packer, 2004). Tuttavia, tali obbligazioni hanno ottenuto in media un rating A/A2 nel periodo campione, più basso di quello assegnato ai Treasuries o agli stessi titoli di Stato europei e australiani,

... ma non rispetto alle obbligazioni in euro o in dollari australiani

Minore qualità creditizia

<sup>7</sup> Cfr. Remolona e Schrijvers (2003) su obbligazioni a più alto rendimento e redditività.

<sup>8</sup> Quest'analisi dei rendimenti effettivi viene condotta nell'ottica di un investitore in dollari USA, il che è appropriato per molti portafogli gestiti in Asia. Per un investitore in euro la classificazione sarebbe la stessa: investire su base non coperta in obbligazioni denominate in euro o in dollari australiani avrebbe fruttato i rendimenti effettivi maggiori, seguiti dall'investimento in obbligazioni asiatiche e, infine, da quello in titoli del Tesoro USA.

quotati ai massimi. Inoltre, nello stesso periodo si è osservata in Asia una tendenza ascendente dei rating, che dovrebbe accrescere i rendimenti effettivi.

## Conclusioni

Dopo la crisi del 1997–98 i mercati delle obbligazioni asiatiche in moneta locale hanno raggiunto dimensioni ragguardevoli. Le condizioni di liquidità variano sostanzialmente fra le varie economie. Le dimensioni dei mercati e singole emissioni di importo maggiore giocano a favore della liquidità, che è invece ostacolata dalla concentrazione dei portafogli obbligazionari tra investitori “buy and hold”. Ciò implica che i provvedimenti volti a consolidare i diversi segmenti di mercato – come l’emissione di pochi ma ingenti prestiti e l’unificazione delle passività del governo e della banca centrale – contribuirebbero a migliorare la liquidità. E altrettanto farebbero gli sforzi tesi a sviluppare i mercati per la copertura e a creare un’ampia base di investitori. Tali misure potrebbero ridurre la probabilità di un inceppamento dei mercati delle obbligazioni in moneta locale in presenza di mutamenti nelle preferenze per la liquidità o di stress di altra natura.

Nella maggior parte delle economie dell’Est asiatico gli investimenti su base non coperta in obbligazioni del continente denominate in moneta locale avrebbero di recente fruttato – in termini di dollari – rendimenti effettivi superiori a quelli di analoghi investimenti in titoli del Tesoro USA, ma inferiori a quelli di obbligazioni denominate in dollari australiani o in euro. I mercati delle obbligazioni in moneta locale a più alto rendimento, che hanno beneficiato di guadagni in conto capitale, hanno contribuito massimamente a tale risultato. In certa misura, tali rendimenti rispecchiano anche un maggiore rischio di credito.

## Riferimenti bibliografici

Australia, Commonwealth of (2003): “Statement 7: budget funding”, Budget for 2003-04, Canberra, maggio.

Barclays (2003): “The Asian bond market: from fragmentation to aggregation”, Asian Rates and Credit Research, Barclays Research, Singapore, settembre.

Borio, C. (2000): “Liquidità di mercato in situazioni di stress; alcune problematiche e implicazioni sul piano delle politiche”, *Rassegna trimestrale BRI*, novembre.

Borio, C. e R. McCauley (1996): “The economics of recent bond market volatility”, *BIS Economic Papers*, n. 45, luglio.

Braeckvelt, F. (2004): “Clearing, settlement and depository issues in Asia”, paper presentato alla conferenza Korea University/BRI “Asian bond markets: issues and prospects”, Seoul, marzo.

Comitato sul sistema finanziario globale (2000): *Market liquidity: research findings and selected policy implications*, BRI, marzo.

Deutsche Bank (2003): “Asian local bond markets”, Emerging Markets – Global Markets Research, Singapore, giugno.

Eichengreen, B. e P. Luengnaruemitchai (2004): "Why doesn't Asia have bigger bond markets?", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.

EMEAP (2003): "EMEAP central banks to launch Asian Bond Fund", 2 giugno.

———— (2004): "EMEAP central banks announce the initial structure of the Asian Bond Fund 2", 15 aprile.

Emerging Markets Traders Association (2004): *2003 Annual Debt Trading Volume Survey*, 19 febbraio.

Fernandez, D.G. e S. Klassen (2004): "Choice of currency by East Asia bond issuers", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.

Fleming, M.J. (2003): "Measuring treasury market liquidity", Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, settembre.

Hohensee M. e K. Lee (2004): "A survey of hedging markets in Asia – a description of Asian derivative markets from a practical perspective", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.

Kisselev, K. e F. Packer (2004): "Minding the gap in Asia: foreign and local currency ratings", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.

Kos, D. (2003): "Recent trends in US government debt markets", EMEAP Forum, Hong Kong SAR, 15 dicembre.

Ma, G., C. Ho e R. McCauley (2004): "I contratti 'non-deliverable forward' in Asia", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

McCauley, R. (2003): "Unificazione dei mercati delle obbligazioni sovrane nell'Est asiatico", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.

McCauley, R. ed E. Remolona (2000): "Dimensione e liquidità dei mercati delle obbligazioni di Stato", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre.

Mohanty, M.S. (2002): "Improving liquidity in government bond markets: what can be done?", *BIS Papers*, n. 11, giugno.

Remolona, E. e M. Schrijvers (2003): "Ricerca del rendimento: alcune alternative a disposizione dei gestori di riserve", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre.

Reserve Bank of Australia (2003): "Bond market development in East Asia", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, dicembre, pagg. 1–8.

Takeuchi, A. (2004): "Identifying impediments to cross-border bond investment and issuance in Asian countries", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.