

Diversificazione di portafoglio attraverso le obbligazioni asiatiche in moneta locale¹

Le obbligazioni asiatiche in moneta locale offrono opportunità di diversificazione dei portafogli globali di titoli di debito.

Classificazione JEL: E440, G150, H630, O160.

Nel saggio monografico pubblicato dagli autori nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2004 le obbligazioni asiatiche in moneta locale venivano presentate come una classe di attività potenzialmente importante, caratterizzata da una considerevole capitalizzazione, ma da un profilo variabile della liquidità. Lo studio riscontrava che i mercati più ampi con emissioni di taglio elevato beneficiavano di maggiori volumi operativi e di differenziali denaro-lettera più ristretti. A parità di dimensioni, la concentrazione dei portafogli tra gli investitori deprimeva la liquidità. Una più ampia base di investitori avrebbe quindi migliorato la liquidità, in particolar modo nei periodi di tensione (Jiang e McCauley, 2004).

Nell'ottica di un investitore estero la recente performance dei mercati di questi strumenti potrebbe apparire interessante. Nel periodo gennaio 2001–marzo 2004 metà delle obbligazioni asiatiche in moneta locale ha reso su base non coperta più dei titoli del Tesoro USA con durata media finanziaria analoga. Il presente studio esamina in che modo tali obbligazioni possono trovare una collocazione all'interno dei portafogli globali.

I mercati asiatici dei titoli pubblici in moneta locale offrono opportunità di diversificazione poiché il comovimento tra i loro rendimenti effettivi e quelli dei Treasuries equiparabili è soltanto modesto. In particolare, la loro correlazione con i titoli del Tesoro USA è per lo più inferiore a quella delle obbligazioni pubbliche dell'area dell'euro o dell'Australia. Se come misura del rischio delle obbligazioni asiatiche si assume unicamente la volatilità dei rendimenti, rispetto ai titoli USA esse presenterebbero un trade-off favorevole fra rischio e rendimento solo all'interno di un portafoglio. Qualora invece il rischio sia misurato in termini di comovimento con il mercato obbligazionario USA, la

¹ Le opinioni espresse dagli autori in questo articolo non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

quasi totalità dei mercati obbligazionari asiatici evidenzia un trade-off molto favorevole.

I margini di diversificazione risultano maggiori per le obbligazioni a più basso rating e per i mercati interni meno globalizzati. Le correlazioni sono in particolare inferiori per i titoli di qualità non bancaria denominati in moneta locale. Esse tendono inoltre a diminuire nei mercati con una più limitata presenza di banche internazionali.

La diversificazione si rivela talora inadeguata proprio quando è più necessaria, come durante le fasi di mercati al ribasso. Le ondate di vendite a metà 2003 e nel secondo trimestre 2004 hanno costituito un banco di prova per le opportunità di diversificazione emerse dall'analisi qui condotta su un ristretto campione temporale. La conclusione cui si perviene è che il rifugio offerto dalle obbligazioni locali asiatiche in quelle circostanze è stato minore di quanto ci si potesse attendere.

Comovimento dei rendimenti effettivi e nominali

Qual è la relazione intercorrente fra i rendimenti effettivi delle obbligazioni asiatiche in moneta locale e quelli delle obbligazioni globali? Per rispondere al quesito si esamina il comovimento tra i rendimenti effettivi dei titoli asiatici locali e dei Treasuries, in termini di dollari USA su base non coperta e di valuta locale (tabella 1). Gli aspetti di correlazione e variabilità dei rendimenti effettivi su base coperta o non coperta assumono particolare rilevanza per i gestori di

Il comovimento è misurato ...

Obbligazioni pubbliche benchmark e indici di rendimento				
	Obbligazioni benchmark	Analisi dei rendimenti in dollari		
		Duration indice HSBC (anni)	Indice Treasuries	Duration indice Treasuries (anni)
Cina (CN)	2011	5,6	USGATR (> 1 anno)	6,1
Corea (KR)	3 anni	2,4	US17TR (1-7 anni)	2,7
Filippine (PH)	3 anni	2,8	US17TR (1-7 anni)	2,7
Hong Kong SAR (HK)	5 anni	2,7	US17TR (1-7 anni)	2,7
India (IN)	10 anni	5,4	USGATR (> 1 anno)	6,1
Indonesia (ID)	7 anni	...	.	.
Malaysia (MY)	10 anni	3,4	US10TR (1-10 anni)	3,7
Singapore (SG)	10 anni	4,6	US30TR (3-10 anni)	4,6
Taiwan, Cina (TW)	10 anni	8,9	US3OVERTR (3+ anni)	7,9
Thailandia (TH)	10 anni	4,6	US30TR (3-10 anni)	4,6
Indice obbligazioni asiatiche locali	.	3,7	US10TR (1-10 anni)	3,7
<i>Per memoria:</i>				
<i>Australia (AU)</i>	<i>10 anni</i>	<i>4,4 (> 1 anno)</i>	<i>US30TR (3-10 anni)</i>	<i>4,6</i>
<i>area dell'euro (XM)</i>	<i>10 anni</i>	<i>5,5 (> 1 anno)</i>	<i>USGATR (> 1 anno)</i>	<i>6,1</i>
<i>Giappone (JP)</i>	<i>10 anni</i>	<i>5,5 (> 1 anno)</i>	<i>USGATR (> 1 anno)</i>	<i>6,1</i>
Nota: gli indici per l'Australia, la Germania, il Giappone e gli Stati Uniti sono costruiti dalla European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS). L'analisi è basata sui valori di chiusura del mercoledì per i Treasuries e del giovedì per l'Asia, nel periodo 1° gennaio 2001-5 marzo 2004; per Cina e Filippine le analisi dei benchmark iniziano nell'ottobre 2001, per l'Indonesia nel gennaio 2003.				
Fonti: Bloomberg; CEIC; HSBC; elaborazioni BRI.				

Tabella 1

portafogli la cui principale componente singola è rappresentata da obbligazioni in dollari USA. In questo studio vengono analizzati direttamente i rendimenti effettivi su base non coperta, considerando quelli in valuta interna come proxy dei rendimenti su base coperta, dati i differenziali di tasso generalmente ristretti². Per meglio comprendere la relazione tra i rendimenti effettivi analizziamo anche il comovimento dei rendimenti nominali e, in particolare, la misura in cui le variazioni dei tassi sui titoli del Tesoro USA si trasmettono a quelli delle obbligazioni benchmark in moneta locale³. Da questa analisi si ricavano indicazioni empiriche del tipo: “un rialzo di 10 punti base dei rendimenti dei Treasuries si associa a un aumento di 5 punti dei rendimenti sui titoli pubblici di Singapore”.

... tenendo conto
delle differenti zone
orarie ...

L'aspetto temporale va considerato con attenzione. I prezzi di chiusura dei titoli del Tesoro USA precedono o seguono quelli delle obbligazioni asiatiche di circa 12 ore. Di conseguenza, un'analisi basata sui dati giornalieri introdurrebbe inevitabilmente nei movimenti dell'uno o dell'altro mercato la variabilità derivante da mezza giornata di notizie e posizionamenti. L'effetto di osservazioni non simultanee di questo tipo è quello di distorcere verso il basso le correlazioni e i beta stimati. Per mitigare l'effetto giornaliero, nonché quello dei differenti livelli di liquidità, sono qui impiegati dati settimanali.

... e della
duration ...

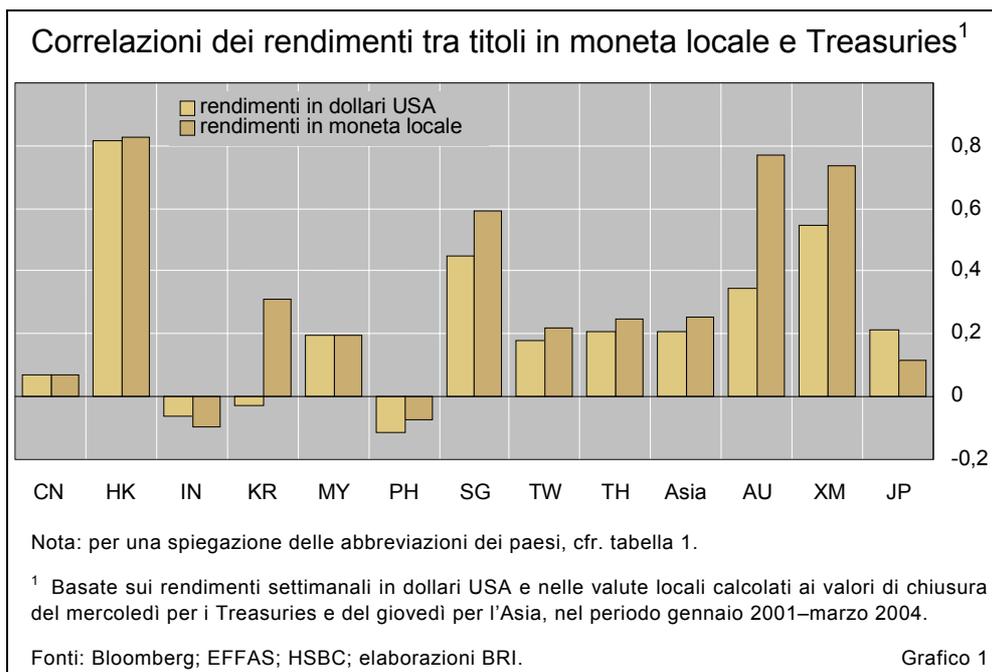
Anche il fattore *duration* va trattato con la dovuta cautela. In Corea e nelle Filippine i titoli di riferimento sono le obbligazioni pubbliche triennali, a Hong Kong SAR quelle quinquennali, mentre in Cina e Indonesia appaiono più rappresentative le emissioni settennali. In altri mercati asiatici lo standard internazionale dei titoli decennali rappresenta un benchmark soddisfacente. Parimenti variabile è la durata media finanziaria degli aggregati di mercato costruiti da HSBC, che sono stati perciò comparati con indici dei titoli del Tesoro USA con duration diversa.

... per valutare
l'influsso dei fattori
globali e di quelli
interni

La covarianza tra rendimenti in moneta locale e in dollari USA rispecchia l'influenza relativa dei fattori globali e di quelli puramente interni. Una maggiore integrazione economica e finanziaria tende a produrre correlazioni più elevate che possono anche aumentare in fasi di tensione dei mercati. Tuttavia i prezzi delle obbligazioni locali sono anche influenzati da fattori macroeconomici meramente endogeni, come quelli che agiscono sulla domanda interna. Su tali prezzi possono parimenti influire le condizioni dei mercati finanziari locali, ad esempio la riallocazione di fondi delle famiglie fra istituzioni finanziarie con

² I costi di copertura sono tanto maggiori quanto più alti sono i tassi di interesse a breve sulla moneta locale rispetto a quella di base e quanto più ampi i differenziali denaro-lettera per i contratti a termine. Pertanto, i rendimenti effettivi in valuta locale differiscono da quelli su base coperta soprattutto per le valute a più alto rendimento, come la rupia indonesiana e il peso filippino.

³ I test di causalità di Granger mostrano che le variazioni nei rendimenti dei Treasuries precedono generalmente quelle dei rendimenti sulle obbligazioni asiatiche, e non viceversa. Un test di Granger stima in che misura il valore corrente di y sia attribuibile ai suoi valori pregressi e se la considerazione di valori differiti di x fornisca maggiori spiegazioni. In base a tale procedimento, risulta che la y è determinata dalla x se quest'ultima ha valore predittivo per la y .



diversa propensione a detenere obbligazioni o le politiche di gestione del debito pubblico. Quanto più intenso sarà l'influsso di fattori puramente interni tanto minori risulteranno le correlazioni internazionali, e tanto maggiori i potenziali benefici della diversificazione.

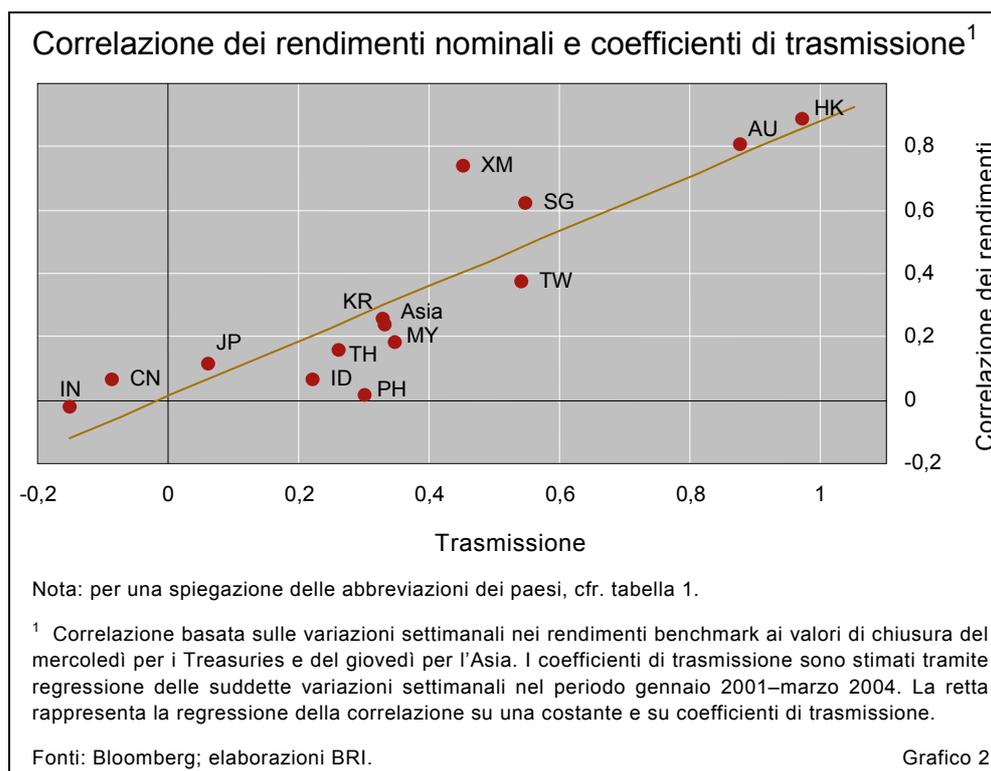
I rendimenti in dollari delle obbligazioni in moneta locale sono scarsamente collegati a quelli dei titoli del Tesoro USA (grafico 1). La loro correlazione media è bassa (circa 0,2), analogamente a quella dei titoli di Stato giapponesi. Ciò contrasta con una correlazione stimata di oltre 0,5 per le obbligazioni pubbliche dell'area dell'euro. Solo nel caso di Hong Kong e, in minor misura, di Singapore l'indice può considerarsi elevato, mentre risulta addirittura negativo per Corea, Filippine e India.

Le correlazioni con i rendimenti dei titoli del Tesoro USA risultano generalmente più elevate in termini di valuta locale, specie in Corea. Ciò lascia supporre che le variazioni di cambio introducano interferenze aggiuntive. Nondimeno, il contrasto fra la bassa correlazione dei rendimenti asiatici e quella dei titoli dell'area dell'euro risulta ancor più marcata in termini di valuta locale che non di dollari USA. Queste osservazioni fanno ritenere che le obbligazioni asiatiche in moneta locale possano offrire considerevoli opportunità di diversificazione⁴, forse in special modo nel caso di investimenti coperti dal rischio di cambio.

Alla base di queste relazioni fra i rendimenti effettivi vi sono diversi gradi di trasmissione ("pass-through") delle variazioni nei rendimenti nominali dei

Comovimento modesto tra i rendimenti delle obbligazioni asiatiche e quelli dei Treasuries

⁴ Dal punto di vista di un investitore europeo, la correlazione elevata tra obbligazioni USA e dell'area dell'euro e quella bassa tra obbligazioni USA e asiatiche implica che i titoli asiatici e quelli dell'area dell'euro presentano una correlazione modesta. Se misurata in euro, essa risulterà ancor minore, date le interferenze introdotte nella relazione dai movimenti dei cambi.



Le correlazioni rispecchiano la traslazione delle variazioni nei rendimenti nominali

Treasuries di riferimento a quelli dei benchmark locali (grafico 2). Più elevati coefficienti di trasmissione o più elevate correlazioni tra rendimenti nominali determinano correlazioni maggiori tra i rendimenti effettivi. Solo a Hong Kong i rendimenti nominali dell'Exchange Fund paper si muovono di pari passo con quelli dei Treasuries. A Singapore e Taiwan, Cina⁵ la trasmissione delle variazioni è pari a circa il 50%, mentre il coefficiente per Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia, Thailandia e quello medio per l'Asia è del 20–35%. Nelle due economie maggiori e finanziariamente più chiuse, Cina e India, l'effetto pass-through nel periodo considerato risulta in media nullo⁶.

Rischio e rendimento delle obbligazioni asiatiche in moneta locale

La performance è valutata in base a due misure ...

Questa sezione pone a confronto il rischio/rendimento degli aggregati HSBC di obbligazioni asiatiche in moneta locale con quello di un paniere di titoli del Tesoro USA di duration analoga impiegando due parametri. Il primo, l'indice di Sharpe, considera il rischio in termini di volatilità globale dei rendimenti. Quantomeno nel periodo campione, per la maggior parte delle obbligazioni asiatiche in moneta locale esso non risulta più alto di quello calcolato per gli omologhi titoli USA. Il secondo, l'indice di Treynor, considera invece solo il rischio sistematico, ossia – in questo contesto – la misura in cui i rendimenti covariano insieme a quelli obbligazionari globali. In base a questo indice, le

⁵ Di seguito, Taiwan.

⁶ Queste relazioni non sono particolarmente stabili; le correlazioni mobili evidenziano ampie fluttuazioni, con numerosi episodi di relazione *negativa* nell'ultimo triennio.

obbligazioni asiatiche in moneta locale hanno offerto rendimenti relativamente elevati in rapporto al loro rischio sistematico.

Entrambe le metodologie presentano punti di forza e di debolezza. Per un portafoglio diversificato il metodo incentrato sul rischio sistematico presenta considerevoli vantaggi. Ad esempio, l'indice di Sharpe penalizza le obbligazioni coreane a causa del pronunciato movimento nei prezzi dei titoli pubblici connesso con uno scandalo societario per irregolarità contabili e con le difficoltà incontrate da alcuni emittenti di carte di credito agli inizi del 2003. L'indice di Treynor non tiene conto di tali eventi idiosincratici, premiando anzi le obbligazioni coreane per la loro buona tenuta in un contesto di massicce vendite sui maggiori mercati. Sotto il profilo operativo, la volatilità globale può rappresentare una misura del rischio più stabile e meno dipendente dal periodo campione. Quest'ultima considerazione implica che le favorevoli risultanze del secondo approccio dipendono dalla stabilità della covarianza dei rendimenti tra obbligazioni asiatiche in moneta locale e titoli del Tesoro USA. Tale aspetto sarà approfondito nella sezione finale di questo studio.

Indice di Sharpe

Sharpe (1966) compara la redditività dei portafogli in rapporto alla loro rischiosità dividendo il rendimento fruttato in eccesso del tasso privo di rischio per la volatilità del rendimento stesso. Un portafoglio con un indice di Sharpe

... l'una basata sulla volatilità globale dei rendimenti ...

Rendimenti nominali/effettivi e volatilità delle obbligazioni asiatiche in moneta locale										
Economia	Obbligazioni benchmark				Rendimenti effettivi in moneta locale e in dollari USA					
	Asia		USA		Indice HSBC		Indice HSBC (in USD)		Indice Treasuries	
	Rend. nomin.	Vol. ¹	Rend. nomin.	Vol. ¹	Rend. nomin.	Vol. ²	Rend. nomin.	Vol. ²	Rend. nomin.	Vol. ²
Cina	2,97	51	4,18	111	3,41	3,24	3,41	3,24	7,24	5,63
Corea	5,34	152	3,02	111	6,81	3,08	8,07	8,57	6,04	2,89
Filippine	10,59	270	3,02	111	13,94	5,52	10,95	12,31	6,04	2,89
Hong Kong SAR	4,09	128	3,71	116	6,33	3,37	6,39	3,44	6,04	2,89
India	7,37	122	4,51	107	17,63	5,14	18,41	5,65	7,24	5,63
Indonesia	12,27	178	4,18	111	25,68	10,10	30,52	18,63	...	...
Malaysia	4,10	95	4,51	107	3,84	3,67	3,82	3,69	6,37	3,46
Singapore	3,36	94	4,51	107	4,09	3,77	3,97	6,39	7,51	5,06
Taiwan, Cina	3,22	100	4,51	107	8,92	5,55	7,63	6,10	8,11	7,41
Thailandia	4,57	171	4,51	107	5,16	5,92	7,36	7,73	7,51	5,06
Asia	...	...	3,71	116	...	...	10,52	4,07	6,37	3,46
<i>Per memoria:</i>										
<i>Australia</i>	5,62	117	4,51	107	5,15	5,07	14,67	11,61	7,51	5,06
<i>area dell'euro</i>	4,55	65	4,51	107	5,93	3,60	14,09	11,83	7,24	5,63
<i>Giappone</i>	1,21	59	4,51	107	1,81	2,44	3,27	9,56	7,24	5,63

Nota: gli indici delle obbligazioni pubbliche di Australia, Germania, Giappone e Stati Uniti sono costruiti da EFFAS. L'analisi è basata sui valori di chiusura del mercoledì per i Treasuries e del giovedì per l'Asia, nel periodo 1° gennaio 2001–5 marzo 2004; per Cina e Filippine le analisi dei benchmark iniziano nell'ottobre 2001, per l'Indonesia nel gennaio 2003.

¹ In punti base. ² In percentuale.

Fonti: Bloomberg; CEIC; HSBC; elaborazioni BRI.

Tabella 2

più alto è preferibile in quanto per unità di rischio (misurato in termini di volatilità) offre un rendimento maggiore.

L'indice di Sharpe si ottiene sottraendo ai rendimenti in dollari il tasso dei Treasury bill USA e dividendo il risultato per la volatilità dei rendimenti (cfr. le ultime quattro colonne della tabella 2). In base a tale calcolo, le obbligazioni di Cina, Malaysia, Singapore e Taiwan si collocano dopo quelle omologhe USA perché la volatilità dei loro rendimenti non è stata sufficientemente bassa da compensare il modesto sovrarendimento prodotto (tabella 3). Sebbene i rendimenti in dollari delle obbligazioni di Hong Kong e Thailandia siano stati simili a quelli dei titoli del Tesoro USA, la loro maggiore volatilità li fa parimenti figurare a un livello inferiore rispetto ai Treasuries. Infine, i più elevati rendimenti delle obbligazioni di Corea, Filippine, India e Indonesia sono stati più che compensati dalla loro maggiore volatilità, fatta eccezione per i titoli indiani con la migliore performance. In questi termini, la maggior parte dei mercati asiatici in valuta locale ha offerto in rapporto al rischio rendimenti inferiori rispetto alle obbligazioni del Tesoro USA.

Per contro, la misura di Sharpe per l'indice globale delle obbligazioni asiatiche in moneta locale elaborato da HSBC (che assegna ponderazioni maggiori ai mercati liquidi ed esclude del tutto Cina e Indonesia) delinea un quadro diverso. Tale indice produce risultati migliori rispetto alle omologhe obbligazioni del Tesoro USA, in gran parte grazie all'India (con una ponderazione di quasi un quarto). Quel che più conta, esso evidenzia una minore volatilità dei rendimenti. Ciò sta a dimostrare la potenziale riduzione di volatilità derivante da una combinazione di titoli con rendimenti non perfettamente correlati. In particolare, la volatilità dell'indice risulta inferiore a quella di tutti i portafogli di titoli di economie collegate al dollaro che lo compongono, ad eccezione di due (Hong Kong SAR ponderata con il 15% circa e Malaysia con il 4% circa).

Indice di Treynor

Un metodo alternativo di valutare rischio e rendimento fornisce un'immagine più lusinghiera della performance delle obbligazioni asiatiche. L'indice di Treynor mostra come tutti i singoli mercati tranne uno (così come il valore aggregato) presentino un favorevole trade-off fra rischio e rendimento nel periodo considerato (tabella 3). Questa misura esprime il rapporto tra l'extrarendimento del portafoglio e il beta calcolato rispetto a un portafoglio globale, che nella presente analisi è rappresentato da titoli del Tesoro USA con duration analoga⁷. Su questa base, tutti i mercati obbligazionari asiatici tranne

... l'altra sulla
volatilità condivisa

⁷ Quindi, l'indice di Treynor per il paniere di titoli del Tesoro USA è dato dal loro sovrarendimento diviso per uno. L'impiego di tale paniere come proxy del portafoglio globale è soggetto alla critica di Roll perché troppo esiguo a tale scopo. Un portafoglio globale più ampio dovrebbe comprendere anche obbligazioni pubbliche in euro e yen. Ciò tenderebbe a innalzare l'indice di Treynor per le obbligazioni del Tesoro USA, riducendo così il vantaggio delle obbligazioni asiatiche. Tuttavia, anche se il beta per i titoli USA si riducesse a un terzo, restando inalterato quello per le obbligazioni asiatiche, la performance di queste ultime risulterebbe pur sempre favorevole.

Performance delle obbligazioni asiatiche in moneta locale				
Economia	Indice di Sharpe		Indice di Treynor	
	Asia	USA	Asia	USA
Cina	0,45	0,94	83,86	7,24
Corea	0,71	1,41	-104,37	6,04
Filippine	0,73	1,41	-23,49	6,04
Hong Kong SAR	1,29	1,41	6,66	6,04
India	2,91	0,94	-277,57	7,24
Indonesia	1,53	...	...	...
Malaysia	0,50	1,27	18,33	6,37
Singapore	0,31	1,09	6,95	7,51
Taiwan, Cina	0,93	0,83	53,48	8,11
Thailandia	0,70	1,09	23,11	7,51
Asia	2,10	1,27	53,31	6,37
<i>Per memoria:</i>				
<i>Australia</i>	<i>1,09</i>	<i>1,09</i>	<i>18,35</i>	<i>7,51</i>
<i>area dell'euro</i>	<i>1,02</i>	<i>0,94</i>	<i>13,60</i>	<i>7,24</i>
<i>Giappone</i>	<i>0,14</i>	<i>0,94</i>	<i>9,12</i>	<i>7,24</i>
Nota: cfr. tabella 2.				
Fonti: Bloomberg; CEIC; HSBC; elaborazioni BRI.			Tabella 3	

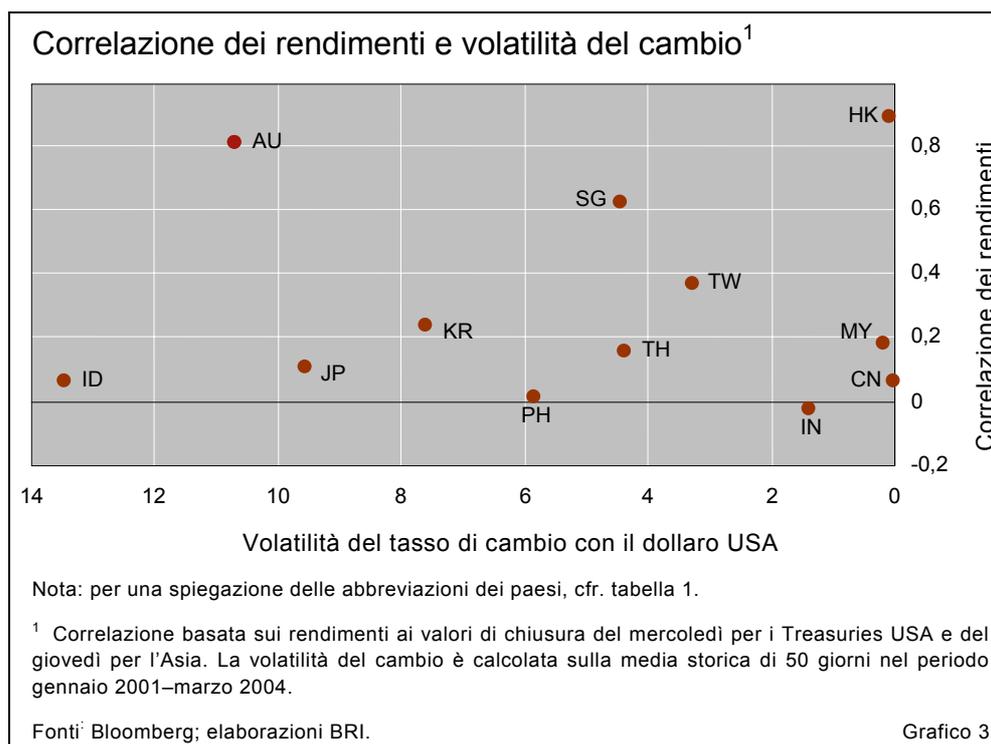
uno (Singapore) presentano un miglior rapporto rischio–rendimento rispetto all'omologo USA. La Corea, principale componente dell'indice asiatico HSBC, registra un rapporto negativo molto soddisfacente, dovuto alla covarianza negativa fra i rendimenti in dollari delle obbligazioni pubbliche coreane e quelli dei titoli del Tesoro USA⁸. Per citare un altro esempio, il basso indice di Sharpe delle obbligazioni filippine indica che il rendimento addizionale rispetto ai Treasuries USA è ottenuto a caro prezzo in termini di volatilità. Nel periodo campione, tuttavia, i loro rendimenti hanno registrato una covarianza negativa con quelli dei titoli USA. Se il metro di misura è il rischio sistematico, allora le obbligazioni delle Filippine appaiono molto appetibili: la loro inclusione in un portafoglio di titoli del Tesoro USA potrebbe accrescerne la redditività e ridurre il rischio sistematico complessivo. La sezione seguente analizza le cause del moderato comovimento tra obbligazioni asiatiche e Treasury notes USA.

Cause della bassa correlazione con le obbligazioni in dollari USA

La correlazione relativamente bassa tra i rendimenti delle obbligazioni asiatiche in moneta locale e le Treasury notes USA potrebbe dipendere dal forte influsso di fattori interni, come pure da un'incompleta integrazione nei

La correlazione
relativamente
modesta ...

⁸ Poiché questa covarianza risulta positiva per i rendimenti in won, la moneta coreana deve essersi sistematicamente indebolita allorché sono calati i rendimenti obbligazionari USA. Una spiegazione potrebbe risiedere nella debole attività statunitense, che potrebbe aver determinato un rialzo dei rendimenti delle notes biennali USA e un indebolimento del won.



mercati mondiali dei capitali. I fattori interni comprendono la politica del cambio e lo standing creditizio degli emittenti sovrani. Il grado di integrazione con i mercati mondiali presenta due aspetti: la partecipazione di società internazionali all'attività interna di market-making e la presenza di investitori non residenti. Ciascuno di questi quattro fattori verrà esaminato singolarmente.

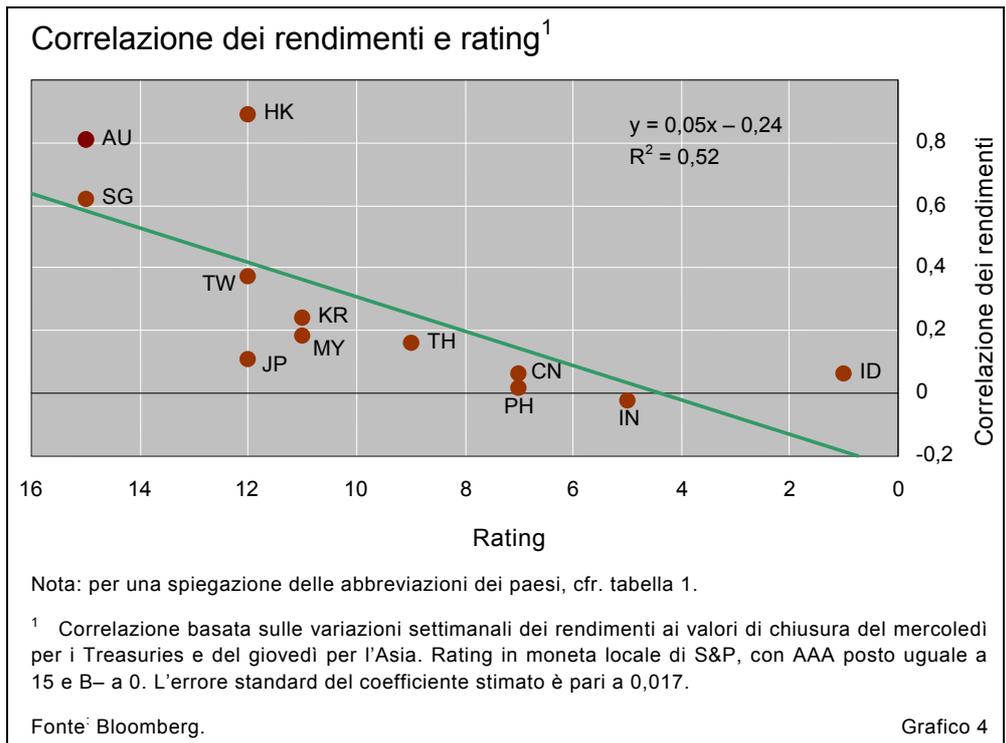
Politica del cambio e volatilità del tasso di cambio bilaterale del dollaro

È opinione diffusa che l'Est asiatico faccia sostanzialmente parte del blocco del dollaro. Se confermato, ciò significherebbe che i mercati obbligazionari della regione offrirebbero scarse possibilità di diversificazione per un portafoglio già composto da una ampia quota di titoli in dollari USA. Tuttavia, entrambe le argomentazioni – appartenenza al blocco del dollaro, limitatissime opportunità di diversificazione – risultano sopravvalutate.

Le valute della regione fluttuano nei confronti del dollaro più di quanto non sia generalmente riconosciuto. Inoltre la stabilità del cambio non si accompagna sistematicamente a un maggior comovimento tra le obbligazioni in moneta locale e quelle del Tesoro USA (grafico 3). Nonostante l'ancoraggio delle rispettive monete al dollaro, i rendimenti delle obbligazioni di Cina e Malaysia si muovono in sintonia con i titoli statunitensi solo in misura limitata a causa di efficaci controlli sui movimenti di capitale. Al contrario, le obbligazioni australiane (e dell'area dell'euro) condividono in misura rilevante le variazioni di rendimento dei titoli del Tesoro USA, e ciò nonostante la volatilità dei rispettivi tassi di cambio con il dollaro⁹.

⁹ Una regressione semplice dei coefficienti di correlazione dei rendimenti su rating, volatilità del tasso di cambio del dollaro e variabile dummy rappresentativa dei controlli sui movimenti di

... non è attribuibile al tasso di cambio ...



Standing creditizio

Le emissioni a più basso rating mostrano una minore correlazione nelle oscillazioni settimanali dei rendimenti (grafico 4). Ciò può interpretarsi come indicativo del maggior impatto che i fattori interni specifici – ad esempio, eventi politici come le elezioni – esercitano sui mercati obbligazionari delle economie con merito di credito inferiore. Va tuttavia notato che anche per paesi con rating medio-alto, quali Corea, Malaysia, Thailandia e Cina, i coefficienti di correlazione o “pass-through” sono pur sempre relativamente bassi. Se ne potrebbe dedurre che il conseguimento dei benefici della diversificazione non comporti necessariamente l’assunzione di elevati livelli di rischio creditizio.

... ma piuttosto al rischio creditizio e a fattori connessi ...

Globalizzazione del market-making nei mercati obbligazionari locali

L’operatività delle banche estere in alcuni mercati mobiliari interni si è andata intensificando anche in assenza di una domanda internazionale di obbligazioni in moneta locale. Un indicatore di tale attività è dato dal turnover sulle operazioni in titoli denominati nelle valute locali – segnalato dall’associazione finanziaria internazionale EMTA – in rapporto agli scambi complessivi di borsa, notificati da fonti nazionali (tabella 4). La quota dei market-maker esteri sul volume delle negoziazioni interne varia da quasi il 90% per Hong Kong SAR a circa un terzo in Malaysia e Singapore, e a meno del 10% altrove.

... al market-making nei mercati locali ...

capitale in Cina e Malaysia indica che solo il rating creditizio ha un impatto significativo sulla correlazione. I risultati della regressione sono i seguenti: correlazione dei rendimenti = $-0,166 - 0,182 \cdot \text{dummy} - 0,005 \cdot \text{volatilità del cambio} + 0,053 \cdot \text{rating}$. Solo il coefficiente sul rating è statisticamente significativo a un livello del 5%.

Volume degli scambi segnalati da banche internazionali nel 2003			
in milioni di dollari USA			
	Euroobbligazioni	Obbligazioni in moneta locale	Quota di partecipazione estera
Cina	3 390	169	...
Corea	45 437	52 416	0,03
Filippine	34 030	3 048	0,04
Hong Kong SAR	23 618	75 497	0,88
India	868	30 235	0,06
Indonesia	5 207	2 212	0,09
Malaysia	16 781	20 937	0,29
Singapore	20 602	86 582	0,32
Taiwan, Cina	846	73 474	0,04
Thailandia	1 939	3 374	0,06
Totale	152 718	347 944	0,07
Percentuale sul totale dei mercati emergenti	10	19	...

Nota: nel 2003 *Annual Debt Trading Volume Survey* dell'EMTA sono riportate le negoziazioni sul mercato secondario del debito con scadenza originaria di oltre 1 anno, esclusi i PcT. La quota di partecipazione estera è data dal rapporto tra gli scambi segnalati dall'EMTA e il turnover totale del mercato obbligazionario nelle valute locali.

Fonti: Barclays; Deutsche Bank; EMTA; elaborazioni BRI. Tabella 4

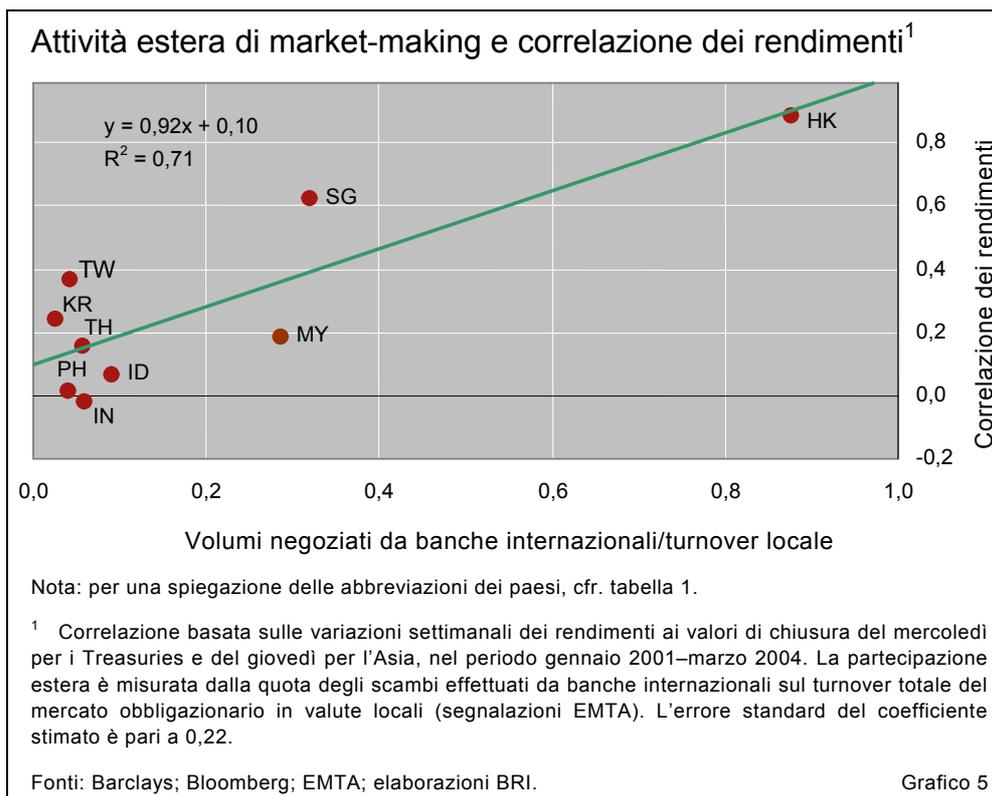
A tale quota corrisponde una più forte correlazione con il mercato dei titoli del Tesoro USA, anche ove si escluda il dato anomalo di Hong Kong (grafico 5). Ciò si può spiegare con il fatto che le tecniche di gestione del rischio e la propensione al rischio a livello aziendale contribuiscono ad accrescere il comovimento dei mercati obbligazionari caratterizzati da una più vasta presenza di società internazionali nell'attività di market-making.

Entità degli investimenti esteri

La correlazione dei mercati azionari dell'Est-asiatico con l'indice S&P 500 è generalmente superiore a quella tra mercati obbligazionari regionali e Treasuries (grafico 6). Richards (2003) dimostra che gli acquisti di azioni asiatiche da parte di non residenti reagiscono positivamente alla performance di S&P 500, e a loro volta innalzano le quotazioni azionarie asiatiche. Se tali flussi di portafoglio favoriscono la correlazione dei mercati azionari, la scarsità dei flussi obbligazionari concorre a spiegare la minor correlazione riscontrata tra i relativi mercati.

La Corea rappresenta un caso limite nella misura in cui i non residenti detengono il 40% circa delle azioni coreane, ma meno dello 0,4% delle obbligazioni interne. In Thailandia a fine 2003 la quota dei non residenti era di circa il 28% per le azioni ma ancora inferiore all'1% per le obbligazioni. Il

... e alla quasi totale assenza di investitori esteri



mercato obbligazionario dell'Indonesia pare aver attratto una quota maggiore di investimenti esteri nella regione, salita a circa il 2% lo scorso anno¹⁰.

Non è del tutto chiara la ragione per cui i mercati azionari presentano una dimensione internazionale mentre quelli obbligazionari hanno carattere locale (Takeuchi, 2004). Sebbene diverse interpretazioni siano state avanzate al riguardo, molte sono prive di riscontri o hanno potere esplicativo soltanto ridotto. Ad esempio, i controlli sui movimenti di capitali hanno sì frenato gli investimenti esteri in Cina e India, ma va riconosciuto che si è trattato di casi eccezionali¹¹.

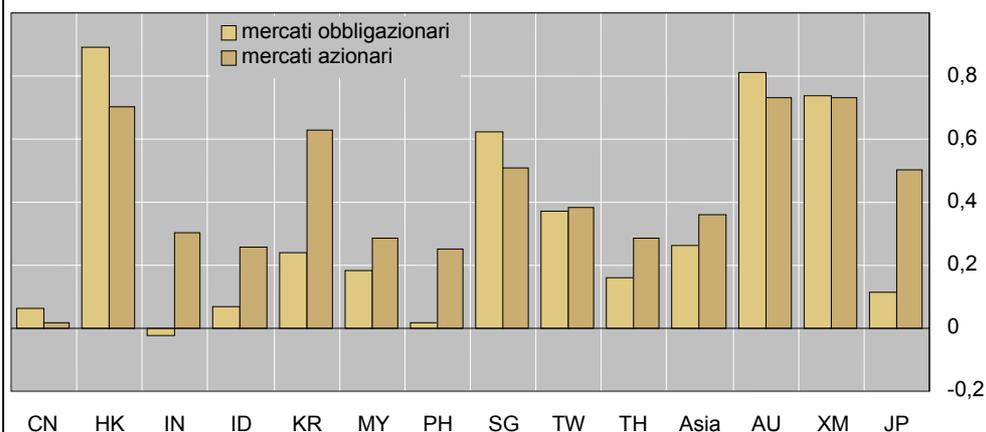
La mancanza di mercati per le operazioni di copertura e la debolezza delle infrastrutture vengono spesso citate tra i fattori che scoraggiano gli investimenti esteri¹², pur non avendo ostacolato la partecipazione di non residenti ai mercati azionari. I bassi rating creditizi non hanno impedito che non residenti

¹⁰ Shirai (2001, pagg. 72, 81, 95, 108) riferisce che nel 1999 i non residenti detenevano rispettivamente lo 0,3 e 0,1% delle obbligazioni pubbliche e private coreane e lo 0,5 e 1,5% (novembre 2000) di quelle della Malaysia.

¹¹ I controlli valutari sugli investimenti in azioni di Taiwan (seppure meno stringenti di quelli cinesi e indiani sugli investimenti esteri in obbligazioni interne) non hanno impedito che tali titoli fossero inclusi in importanti indici azionari mondiali.

¹² In effetti, ciò potrebbe valere soprattutto per gli investimenti obbligazionari, che meglio si prestano a essere coperti rispetto a quelli azionari. Cfr. Hohensee e Lee (2004) per una trattazione generale sui mercati degli strumenti di copertura. Secondo Ma et al. (2004), i mercati degli strumenti "non-deliverable forward", in particolare, si sono sviluppati proprio per soddisfare le richieste di copertura degli investitori azionari. Braeckvelt (2004) passa in rassegna le carenze nei sistemi di compensazione e regolamento.

Correlazioni dei mercati obbligazionari e azionari¹



Nota: per una spiegazione delle abbreviazioni dei paesi, cfr. tabella 1.

¹ Per i mercati obbligazionari, correlazione basata sulle variazioni settimanali dei rendimenti benchmark ai valori di chiusura del mercoledì per i Treasuries e del giovedì per l'Asia; per i mercati azionari, sulle variazioni settimanali negli indici di borsa ai valori di chiusura del mercoledì per l'S&P 500 e del giovedì per l'Asia. Il periodo considerato va dal gennaio 2001 al marzo 2004.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 6

acquistassero obbligazioni in dollari di governi asiatici, anche se generalmente classificate con rating inferiori a quelli delle omologhe in moneta locale (Kisselev e Packer, 2004).

Due diverse spiegazioni trovano forse un più ampio riscontro. La *ritenuta alla fonte* può in effetti rappresentare un deterrente maggiore di quanto farebbero supporre i tassi applicati o gli accordi bilaterali per i rimborsi di imposta. Spesso gli investitori "real money" preferiscono semplicemente non dover sbrigare le incombenze amministrative necessarie per beneficiare dei diritti connessi con gli accordi di tassazione¹³. Il *basso livello dei rendimenti nominali* nell'Asia orientale può anch'esso avere disincentivato le acquisizioni estere (Schmidt, 2004); l'aumento al 2% della quota di obbligazioni indonesiane detenute da non residenti rispecchia in parte l'attrattiva esercitata dal livello relativamente alto dei loro rendimenti. Sul mercato obbligazionario globale le valute "esotiche", come il rand sudafricano e lo zloty polacco, offrono di norma cedole elevate.

Basse correlazioni anche in futuro?

Nella presente sezione si considera se l'attuale bassa correlazione tra i mercati obbligazionari asiatici e quelli globali sia destinata a protrarsi. L'argomento ha una duplice dimensione: una tendenziale, connessa con le ragioni già citate a

¹³ Il mercato delle obbligazioni in dollari USA prima della revoca della ritenuta alla fonte sui redditi da interessi alla metà degli anni ottanta fornisce un valido esempio dell'effetto deterrente esercitato dalla tassazione: tramite entità finanziarie offshore, società USA di prim'ordine erano in grado di offrire all'estero rendimenti inferiori a quelli applicati ai Treasury bond comparabili assoggettati a imposizione. Tale fenomeno si esaurì ben presto con l'abrogazione della ritenuta fiscale.

spiegazione dei bassi livelli di correlazione, e una ciclica, relativa al perdurante rialzo dei rendimenti obbligazionari globali.

Integrazione con i mercati finanziari mondiali e avanzamenti di rating

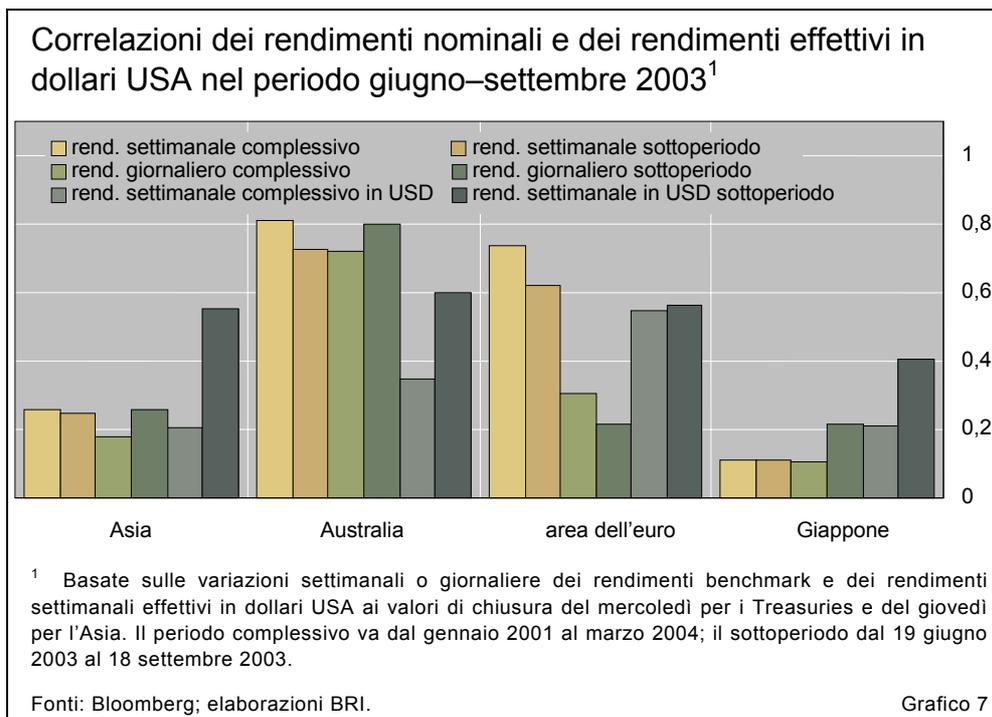
Una possibile implicazione di tutte le cause di bassa correlazione fin qui elencate è che col tempo le opportunità di diversificazione offerte dalle obbligazioni asiatiche locali potrebbero diminuire. Rating creditizi più elevati, una maggiore globalizzazione dei mercati interni e accresciuti investimenti esteri potrebbero far venir meno le ragioni stesse dell'investimento in obbligazioni locali. Come già osservato, le più elevate correlazioni non hanno trattenuto gli operatori globali dall'investire nei mercati azionari asiatici alla ricerca di maggiori rendimenti. Gli investitori in obbligazioni, tuttavia, potrebbero essere più attratti da un beta basso (prospettive di diversificazione) che non da un beta alto (operazioni speculative sui mercati azionari globali).

Tendenza all'aumento della correlazione?

Comovimento in situazioni di mercato al ribasso

Il banco di prova più arduo per la diversificazione si ha in periodi di tassi obbligazionari crescenti, specie nei mercati che si sono andati sviluppando in fasi di rendimenti globali generalmente in calo. I mercati di norma caratterizzati da bassi o moderati livelli di correlazione possono muoversi in maggiore sintonia quando i prezzi scendono. Ciò può accadere se, come è stato osservato, i mercati ribassisti si rivelano più volatili (Borio e McCauley, 1996). Come sostenuto, fra gli altri, da Loretan e English (2000), una più alta volatilità tende a tradursi in una maggiore correlazione, anche se il processo sottostante rimane invariato. Le dinamiche di mercato possono determinare un aumento delle correlazioni anche in presenza di vendite massicce sui mercati

Livelli di correlazione più alti in mercati ribassisti?



obbligazionari, allorché gli investitori ad alto grado di leva subiscono perdite in un mercato e liquidano posizioni analoghe in un altro; simili dinamiche sono però probabilmente meno rilevanti in mercati chiusi.

Un primo test a metà 2003 ...

Durante l'ondata di vendite sul mercato dei titoli del Tesoro USA iniziata a metà 2003 la performance delle obbligazioni asiatiche in moneta locale non è stata buona. Le correlazioni dei movimenti settimanali nei rendimenti sono salite di poco, sebbene vi sia stato un certo aumento sulle frequenze giornaliere, come in Australia e in Giappone (Nakayama et al., 2004; grafico 7). Dal punto di vista di un investitore internazionale, il sostanziale aumento della correlazione dei rendimenti effettivi settimanali in *dollari USA* avrebbe rappresentato un evento negativo: al crescere dei rendimenti dei Treasuries, la moneta statunitense ha avuto la tendenza a rafforzarsi nei confronti delle valute locali.

Tuttavia, il dato più sfavorevole è che in due casi la performance dei mercati obbligazionari asiatici locali è stata peggiore di quella dei titoli del Tesoro USA durante tutto il periodo, mentre in altri tre il rialzo dei rendimenti è stato analogo a quello subito dai Treasuries. Tale andamento rispecchia in certa misura le condizioni iniziali in cui i rendimenti delle obbligazioni locali di

Performance delle obbligazioni asiatiche nel secondo trimestre 2004											
	Metà 2003				2° trim. 2004				Delta		
	19 giugno		18 settembre		30 marzo		30 giugno		"pass-through" stimato ¹	effettivo Δ loc./ Δ USA ²	
	Locali	Treas. USA	Locali	Treas. USA	Locali	Treas. USA	Locali	Treas. USA		metà 2003	2° trim. 2004
CN	2,9	2,9	3,2	3,6	4,0	3,4	4,9	4,2	-0,09	0,35	1,13
HK	2,5	2,3	3,0	3,1	2,6	2,8	3,6	3,8	0,97	0,69	1,02
IN	5,8	3,4	5,3	4,2	5,1	3,8	5,8	4,6	-0,15	-0,54	0,92
ID	11,9	2,9	11,6	3,6	11,5	3,4	12,0	4,2	0,22	-0,38	0,58
KR	4,1	1,6	4,2	2,1	4,4	1,9	4,2	3,1	0,33	0,10	-0,16
MY	3,5	3,4	4,2	4,2	4,9	3,8	4,9	4,6	0,35	0,87	0,00
PH	9,5	1,6	9,9	2,1	11,4	1,9	11,4	3,1	0,30	0,82	0,07
SG	2,0	3,4	3,6	4,2	3,1	3,8	3,4	4,6	0,55	1,87	0,48
TW	1,5	3,4	2,8	4,2	2,3	3,8	2,9	4,6	0,54	1,61	0,91
TH	2,7	3,4	3,4	4,2	4,0	3,8	5,1	4,6	0,26	0,87	1,50
Asia	.	.	.	.	.	.	.	.	0,33 ³	0,62 ³	0,64 ³
<i>Per memoria:</i>											
AU	5,6	4,0	5,1	3,6	5,4	3,8	5,9	4,6	0,88	0,87	0,56
XM	4,1	4,0	4,0	3,6	4,0	3,8	4,3	4,6	0,45	0,60	0,43
JP	0,7	4,0	1,1	3,6	1,4	3,8	1,9	4,6	0,06	-0,83	0,63

Nota: per una spiegazione delle abbreviazioni dei paesi nella colonna 1, cfr. tabella 1.

¹ Coefficienti beta stimati sulla base dei dati settimanali dal 1° gennaio 2001 al 5 marzo 2004 per tutte le economie, ad esclusione di Cina e Filippine (da ottobre 2001), e Indonesia (da gennaio 2003). ² Rapporto tra la variazione del rendimento locale e quella del rendimento USA durante il periodo; per il 2° trimestre 2004 i dati per l'Asia coprono il periodo 1° aprile-1° luglio, quelli USA il periodo 31 marzo-30 giugno, comprendente la riunione del Federal Open Market Committee del 30 giugno. ³ Media dei valori sopraelencati.

Fonti: Bloomberg; CEIC; HSBC; elaborazioni BRI. Tabella 5

Cina, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia erano scesi ben al disotto dei Treasuries. Accentuati dall'epidemia di SARS, i timori deflazionistici originavano da recenti flessioni dei prezzi al consumo in molte di queste economie. Le spinte al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine prodotte dalle modeste aspettative di inflazione e dalla fiacca attività economica nel primo semestre 2003 sono state intensificate da una politica monetaria accomodante, dall'abbondante liquidità nel sistema bancario e dalla crescente domanda degli investitori istituzionali. Allorché i mercati azionari hanno mostrato segni di una generale ripresa nella seconda metà dell'anno, i rendimenti obbligazionari in queste economie si sono riallineati ai tassi attesi di crescita del PIL.

La performance delle obbligazioni asiatiche in moneta locale è stata nuovamente deludente durante l'ondata di vendite del secondo trimestre 2004 (tabella 5). In quella occasione, solo un mercato della regione ha fatto registrare un rialzo dei rendimenti decisamente superiore a quello dei titoli del Tesoro USA. Nondimeno, il riparo offerto da questi mercati è stato minore di quanto si sarebbe potuto sperare, con più "sorprese" negative collegate all'ascesa dei rendimenti.

I due mercati maggiori, Cina e India, hanno segnato nell'insieme del periodo rialzi dei rendimenti pari a quelli dei loro omologhi USA, pur non risentendo alle frequenze settimanali degli eventi statunitensi nel periodo gennaio 2001–marzo 2004. In Thailandia l'ascesa dei rendimenti pubblici ha sopravanzato quella dei Treasuries. Altrettanto sorprendente è stata, dal lato opposto, la performance del mercato obbligazionario coreano, che nel trimestre ha messo a segno un leggero recupero dei corsi; e anche i mercati obbligazionari di Filippine e Malaysia hanno retto meglio del previsto. Nel complesso, durante il trimestre le obbligazioni asiatiche in moneta locale hanno subito un rialzo dei rendimenti doppio di quello che ci si poteva attendere sulla base del solo aumento dei rendimenti USA; esso è stato maggiore anche rispetto a quello dei titoli dell'area dell'euro e dell'Australia.

Nelle due economie maggiori la rapida crescita, un'inflazione crescente e le aspettative di un rialzo dei tassi ufficiali hanno creato una situazione congiunturale insolitamente simile a quella degli Stati Uniti. In aprile la People's Bank of China ha innalzato il saggio di sconto, ma non i tassi amministrati passivi e attivi. In India i rendimenti sono saliti di fronte alle dichiarazioni di politica monetaria che lasciavano presagire un ritocco verso l'alto dei tassi ufficiali e si sono nuovamente accresciuti dopo le elezioni, quando gli operatori hanno temuto pressioni in direzione di un più ampio disavanzo di bilancio. In Thailandia l'aumento dell'indice generale dei prezzi, nonostante la moderata inflazione di base, e un rilancio della spesa per investimenti hanno fatto sì che i tassi seguissero al rialzo quelli USA senza poi tornare sui propri passi in giugno. Per contro, le aspettative di un aumento dei tassi overnight in Corea si sono dissipate all'annuncio di un deludente clima di fiducia dei consumatori e delle imprese.

Anche il mercato obbligazionario giapponese è stato investito da un'anomala ondata parallela di vendite nel secondo trimestre. Con la correzione verso l'alto delle prospettive economiche i rendimenti sono saliti, e agli operatori è parsa più prossima la fine della politica del tasso zero.

... seguito da un
altro test nel
secondo trimestre
2004

All'opposto, molti osservatori si sono interessati alla "dissociazione" tra il mercato obbligazionario dell'area dell'euro e quello dei titoli del Tesoro USA.

Conclusioni

Questo saggio monografico ha passato in rassegna i dati relativi al periodo gennaio 2001–marzo 2004 e ha riscontrato che le obbligazioni asiatiche in moneta locale offrono opportunità di diversificazione. Le correlazioni dei loro rendimenti rispetto al mercato dei titoli del Tesoro USA sono generalmente inferiori a quelle dei mercati dei titoli pubblici dell'area dell'euro e dell'Australia, pur risultando superiori a quelle delle obbligazioni pubbliche giapponesi. A livello di singoli mercati, i rendimenti delle obbligazioni asiatiche, considerati alla luce della loro volatilità, risultano svantaggiosi al confronto con gli omologhi statunitensi. In termini aggregati, tuttavia, il quadro appare più positivo, in parte perché l'aggregazione riduce la volatilità. Incentrando la valutazione dei rischi e dei rendimenti sul rischio sistematico delle obbligazioni asiatiche, cui si fa risalire la bassa correlazione dei loro rendimenti con i titoli del Tesoro USA, la performance dei titoli asiatici in moneta locale risulta favorevole a livello sia di singolo mercato che complessivo.

Il comovimento tra obbligazioni asiatiche e Treasury notes USA sembra generalmente non correlato alla politica del cambio. La precedente opinione secondo cui la stabilità dei tassi di cambio asiatici nei confronti del dollaro USA determinerebbe rendimenti obbligazionari molto simili non è suffragata dal campione. Sono invece le differenze nello standing creditizio e nel grado di apertura di questi mercati che contribuiscono a spiegare il loro variabile comovimento. In particolare, le obbligazioni a più alto rating evidenziano una correlazione maggiore. Analogamente, una più intensa partecipazione di società estere in veste di market-maker sembra accompagnarsi a un aumento della correlazione, anche in assenza di investimenti internazionali apprezzabili. La maggiore apertura agli investimenti esteri dei mercati azionari della regione appare coerente con il livello di correlazione generalmente più elevato tra questi mercati e i loro omologhi USA, rispetto a quanto osservato per obbligazioni asiatiche e Treasury notes.

Per quanto concerne l'evoluzione futura delle correlazioni tra i mercati obbligazionari asiatici e globali, vi è motivo di ritenere che i margini di diversificazione potrebbero restringersi nel lungo periodo se perdurerà la tendenza verso un innalzamento dei rating nella regione e verrà completata l'apertura di questi mercati. A breve termine, l'analisi condotta sul secondo trimestre 2004 suona come un monito. I coefficienti di correlazione – o "pass-through" – stimati su un periodo di rendimenti per lo più calanti a livello internazionale potrebbero non costituire una base affidabile per valutare la performance in situazioni di mercato ribassista.

Riferimenti bibliografici

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

Braeckevelt, F. (2004): "Clearing, settlement and depository issues in Asia", lavoro presentato alla conferenza *Asian bond markets: issues and prospects*, organizzata da Korea University e BRI, Seoul, marzo.

EMTA (2004): *2003 Annual Debt Trading Volume Survey*, 19 febbraio.

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

Jiang, G. e R. McCauley (2004): "I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

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

Loretan, M. e W. English (2000): "Valutazione dei cambiamenti nelle correlazioni in periodi di elevata volatilità dei mercati", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

Ma, G., C. Ho e R. McCauley (2004): "I contratti non-deliverable forward in valute asiatiche", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

Nakayama, T., N. Baba e T. Kurihara (2004): "Price developments of Japanese government bonds in 2003", *Market Review* della Bank of Japan, marzo.

Richards, A. (2003): "Big fish in little ponds: the momentum investing and price impact of foreign investors in Asian emerging equity markets", working paper della Reserve Bank of Australia.

Schmidt, F. (2004): *Asia's credit markets: from high-yield to high-grade*, Singapore: John Wiley, Asia, pagg. 236–237.

Sharpe, W. (1966): "Mutual fund performance", *Journal of Business*, vol. 39, n. 1, parte 2, gennaio, pagg. 119–138.

Shirai, S. (2001): "Overview of financial market structures in Asia", *ADB Institute Research Paper* 25, 4 settembre.

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

Treynor, J. (1965): "How to rate management of investment funds", *Harvard Business Review* 43, n. 1, gennaio–febbraio, pagg. 65–75.