

# R E P O R T

Analisi e valutazione di mercati, prodotti e servizi finanziari

## L'OPPORTUNITÀ OBBLIGAZIONI ASIATICHE

### Focus

■ Una serie di fattori rendono particolarmente interessanti le prospettive dell'investimento in obbligazioni asiatiche

■ Innanzitutto il fatto che le economie asiatiche sono robuste. Poi il fatto che la stessa crescita economica e una serie di riforme strutturali e di politiche valutarie hanno migliorato il mercato. I livelli di affidabilità degli emittenti sono cresciuti, come testimoniato dall'innalzamento dei rating, e l'espansione del mercato obbligazionario stesso ha aperto nuove opportunità di investimento.

■ Per questo gli esperti di Schroders, pur tenendo conto degli effetti che la crisi del credito ha avuto anche sui mercati asiatici, formulano previsioni positive per questa classe di investimento nel lungo termine, giudicandola un'opportunità in termini sia di rendimento (tenuto conto anche del rischio), sia di diversificazione, sia di volatilità, che dovrebbe restare relativamente contenuta.

**Analisi di Schroders su un mercato che continua a crescere. Buoni rendimenti rispetto alle altre classi di investimento del reddito fisso, fondamentali economici e creditizi solidi, correlazione limitata rispetto agli investimenti tradizionali rendono questi titoli particolarmente interessanti. Anche per il futuro: le previsioni di lungo termine restano infatti positive. Ecco tutto quello che occorre sapere per una scelta consapevole**

■ a cura di Schroders

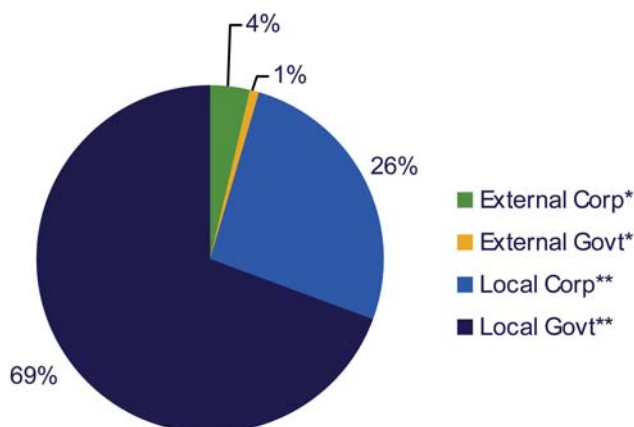
**L**e obbligazioni asiatiche (Giappone escluso) rappresentano un'asset class in rapida crescita, con un debito totale di oltre 4 mila miliardi di dollari Usa. Con buoni rendimenti corretti per il rischio registrati negli ultimi anni rispetto alle altre asset class tradizionali a reddito fisso, riteniamo che le obbligazioni asiatiche continuino a offrire interessanti opportunità man mano che questo mercato relativamente immaturo procede nel proprio percorso di crescita. Il presente documento si propone di analizzare caratteristiche e performance delle obbligazioni asiatiche e i motivi per cui si ritiene possano rappresentare una proposta di investimento interessante nel prossimo futuro. In sostanza, le obbligazioni asiatiche:

- offrono un buon valore relativo
- beneficiano di solidi fondamentali economici e creditizi
- presentano una correlazione limitata rispetto alle altre asset class tradizionali

### LE OBBLIGAZIONI ASIATICHE: INTRODUZIONE

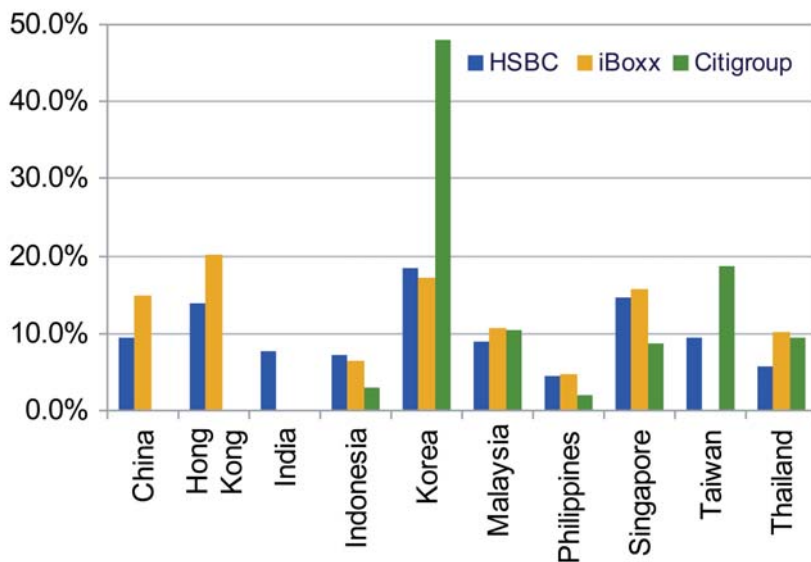
Il mercato delle obbligazioni asiatiche può essere distinto in due segmenti: 1) obbligazioni denominate in valute asiatiche locali; 2) obbligazioni asiatiche esterne, generalmente denominate in dollari Usa. Le obbligazioni in valuta locale sono preponderanti, rappresentando oltre il

### 1 - Composizione del debito asiatico alla fine del 2007



\*Obbligazioni societarie esterne e titoli di Stato esterni; \*\* Obbligazioni societarie in valuta locale e titoli di Stato in valuta locale. Fonte: AsianBondsonline, fonti locali, JP Morgan, Schrodgers. Dati al 31 dicembre 2007.

### 2 - Composizione per Paese degli indici dei titoli obbligazionari in valuta locale



Fonte: Bloomberg, HSBC (al 23/04/2008), International Index Company (a novembre 2007), Citigroup (al 31/03/2008).

90% di tutti i titoli obbligazionari asiatici in circolazione, come illustrato nel grafico 1.

#### OBLIGAZIONI ASIATICHE IN VALUTA LOCALE

I titoli di Stato costituiscono circa i due terzi del mercato obbligazionario in valuta locale, mentre le emissioni di obbligazioni societarie rappresentano l'altro terzo. Il rapporto percentuale tra titoli di Stato e obbligazioni societarie varia a livello regionale. La Cina è il principale mercato asiatico in valuta locale in termini di obbligazioni in circolazione, ma a Hong Kong spetta il primato per quanto riguarda la componente societaria. Una significativa presenza di emissioni societarie in valuta locale si registra anche a Singapore, in Malesia e Corea, mentre il resto dei mercati obbligazionari in valuta locale sono costituiti, in maniera preponderante, da Titoli di Stato.

Sono due gli indici di riferimento che si propongono di replicare la performance dei mercati obbligazionari asiatici in valuta locale: l'HSBC Asian Local Bond Index e l'iBoxx ABF Pan Asia Index. L'indice HSBC include una gamma di titoli più ampia rispetto all'iBoxx, riferita a 10 Paesi e comprendente le obbligazioni societarie (circa il 13%) emesse a Hong Kong, Singapore e in Malesia. Per contro, l'indice iBoxx include titoli obbligazionari sovrani e quasi-sovrani emessi da otto Paesi asiatici, ma non le obbligazioni societarie. Recentemente, Citigroup ha lanciato l'Asian Government Bond Index, che comprende sette mercati asiatici di Titoli di Stato. Il grafico 2 mette a confronto la composizione per Paese di questi tre indici.

Con riferimento al mercato delle obbligazioni societarie, le emissioni sono tendenzialmente dominate da emittenti di elevata qualità, con una reputazione consolidata. Si può affermare che lo sviluppo di questo mercato sia stato rallentato da timori legati a scarsa trasparenza, mancanza di controllo da parte delle agenzie di credito locali o internazionali o, laddove il controllo da parte

delle società di rating locali ci sia, dalla scarsa credibilità agli occhi degli investitori. Inoltre, l'entità delle emissioni tende a ridursi, ingenerando una minore liquidità.

### OBBLIGAZIONI ASIATICHE ESTERNE

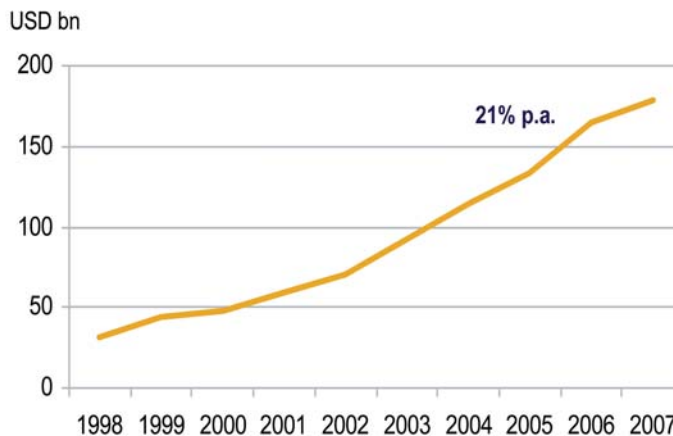
Le obbligazioni asiatiche esterne sono obbligazioni emesse da stati asiatici, entità quasi-sovrane e società denominate in valute forti, quali il dollaro Usa o l'Euro. A fronte di una emissione di titoli denominati in Euro relativamente limitata, le obbligazioni denominate in dollari Usa risultano preponderanti e possono essere ampiamente rappresentate dal JPMorgan Asia Credit Index (JACI). L'indice JACI include circa il 90% di tutte le obbligazioni asiatiche denominate in dollari e copre 14 Paesi del continente asiatico. La capitalizzazione di mercato dell'indice JACI è cresciuta rapidamente negli ultimi anni per attestarsi sui 170 miliardi di dollari; l'indice è composto per il 45% da Titoli di Stato sovrani e quasi-sovrani e per il 55% da obbligazioni societarie (grafici 3 e 4).

Gli emittenti Investment Grade (buon rating di affidabilità) costituiscono il 70% dell'indice, sebbene si registri una certa espansione del settore high yield. Rispetto al mercato delle obbligazioni societarie in valuta locale, il mercato in dollari Usa è caratterizzato da maggiore liquidità e quantità di scambi. Questo si spiega con il fatto che il mercato obbligazionario in valuta locale, per quanto riguarda le emissioni societarie, è più giovane e meno sviluppato di quello denominato in Usd. Inoltre, la base degli investitori per il segmento in valuta locale comprende generalmente le istituzioni finanziarie che tendono a perseguire una strategia di mantenimento dei titoli in portafoglio che limita la liquidità.

### LE OPPORTUNITÀ

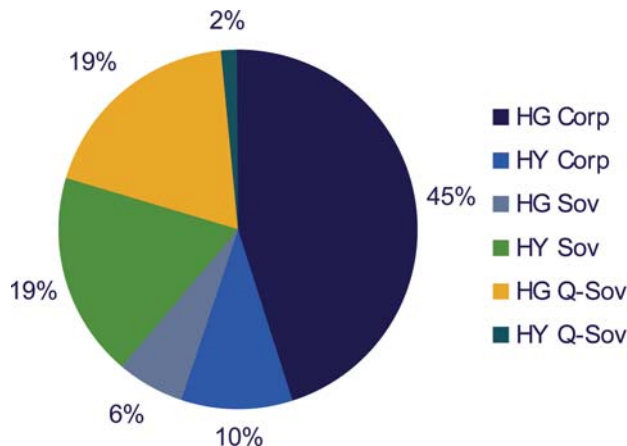
Le obbligazioni asiatiche rappresentano un'opportunità che esula dal tradizionale universo del global high yield, offrendo un valore relativo particolarmente interessante rispet-

## 3 - Crescita del mercato dei titoli asiatici denominati in dollari Usa rappresentati dall'indice JACI



Fonte: JPMorgan, Schroders; dati al 31 dicembre 2007.

## 4 - Composizione dell'indice JACI per settore



to alle altre asset class a reddito fisso. Riteniamo che la performance relativa delle obbligazioni asiatiche continuerà a essere buona, sostenuta dai seguenti fattori:

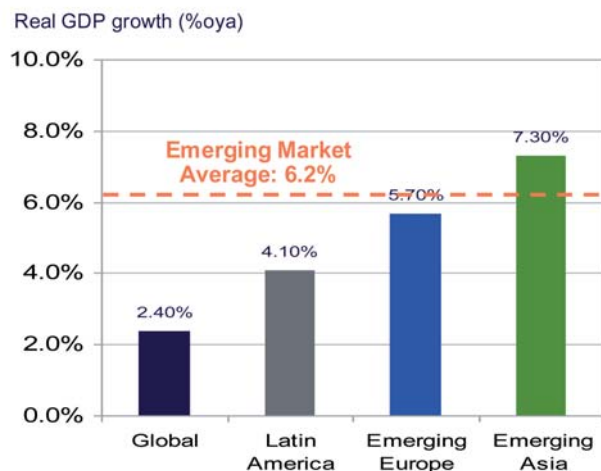
### 1. Le economie asiatiche fondamentalmente sono robuste

Dopo la crisi finanziaria della fine degli anni Novanta, i governi asiatici hanno avviato un processo di miglioramento strutturale al fine di rafforzare le proprie economie. Questi

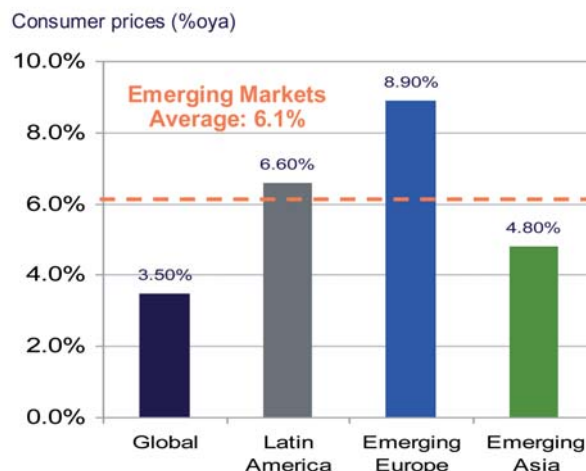
La capitalizzazione dell'indice Jaci si attesta sui 170 miliardi di dollari. L'indice è composto per il 45% da titoli di Stato sovrani o quasi sovrani e per il 55% da obbligazioni societarie.

Fonte: JPMorgan, Schroders; dati al 31 dicembre 2007.

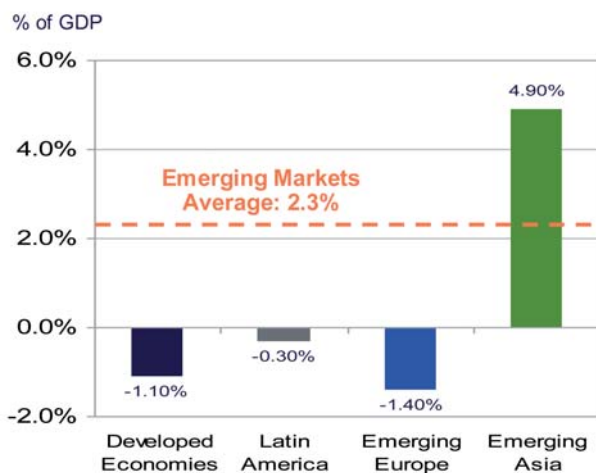
### 5a- Crescita economica: previsioni 2008



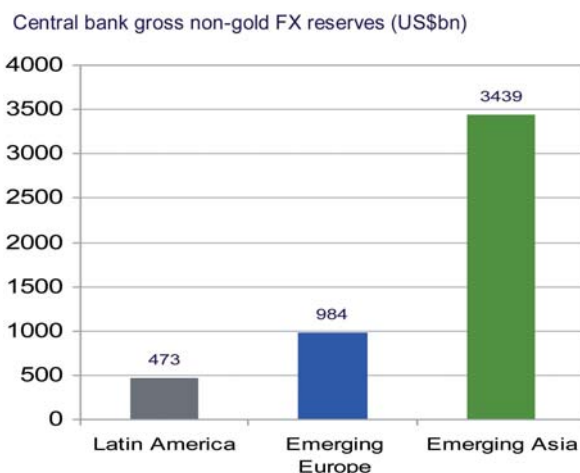
### 5b - Inflazione: previsioni 2008



### 5c - Partite correnti: previsioni 2008



### 5d - Riserve valutarie



Fonti: previsioni JPMorgan al 18/04/2008 e previsioni Credit Suisse a dicembre 2007.

sforzi hanno portato a un incremento delle riserve in valuta estera e delle partite correnti, oltre a un miglioramento del saldo della bilancia commerciale grazie a una marcata crescita delle esportazioni. Ciò ha consentito alle economie asiatiche di raggiungere livelli di crescita superiori a quelli delle controparti più sviluppate.

Nel 2008 e nel 2009, infatti, è prevista in Asia una crescita del Pil superiore al 7%, nettamente più significativa di quella degli altri paesi emergenti. I grafici sopra mostrano i soli

di fondamentali relativi dell'Asia rispetto ai mercati globali e agli altri mercati emergenti.

### 2. I trend del credito asiatico sono migliorati significativamente negli ultimi anni

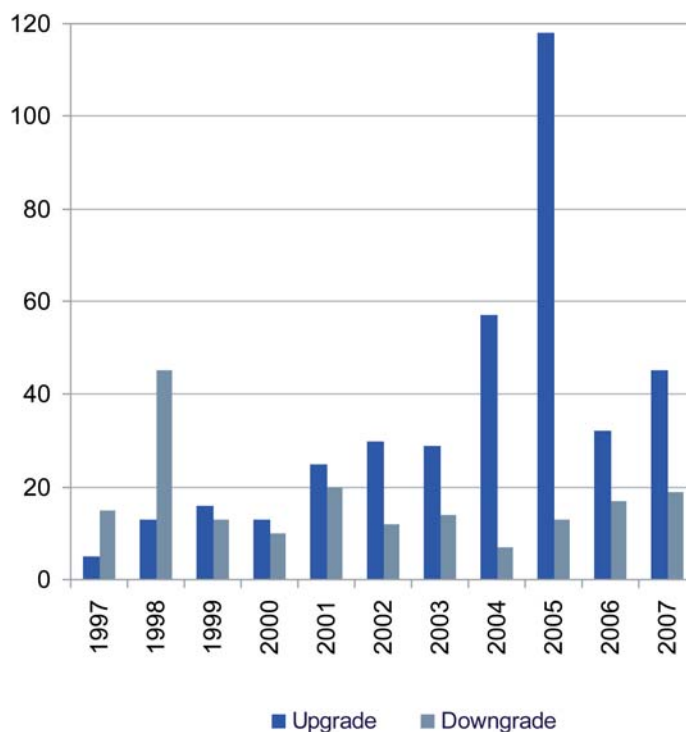
Negli ultimi anni, i miglioramenti derivanti dalle riforme strutturali, unitamente a una solida crescita economica, hanno innescato una ri-classificazione positiva del merito creditizio dei titoli di debito asiatici da parte delle agenzie di rating (gra-

fico 6). Questa tendenza è confermata da tassi di default trascurabili registrati in Asia nell'ultimo quinquennio, grazie a bilanci aziendali in salute, una marcata redditività e un ricorso contenuto alla leva. In effetti, nell'universo Standard & Poor's, si è verificato un solo caso di inadempimento nel 2005 e uno nel 2006, mentre il 2007 ha visto solo un inadempimento tecnico. Guardando al futuro, pur a fronte di fondamentali creditizi solidi in Asia e di un minore impatto della recente stretta creditizia che ha colpito il mondo sviluppato, temiamo che i tassi di default possano aumentare nei prossimi dodici mesi. Il contagio scatenato dalla crisi globale del credito ha aumentato sia il rischio di rifinanziamento che la probabilità di un rallentamento dell'economia mondiale, eventi di norma correlati a un rischio di inadempienza superiore.

Nonostante i fondamentali creditizi relativamente robusti, l'Asia non è stata risparmiata dalla stretta del credito e i titoli di credito asiatici hanno registrato un marcato ampliamento degli spread, in linea con quanto accaduto nel resto del mondo. Con questa recente correzione, si iniziano a intravedere opportunità interessanti in relazione a taluni crediti. Tuttavia, riteniamo che una generale scarsità di liquidità, una ridotta fiducia degli investitori e le pressioni sulle nuove emissioni rappresentino i fattori negativi nel breve periodo; di conseguenza manteniamo un approccio difensivo. Ciò premesso, siamo convinti che, al placarsi delle turbolenze che ancora scuotono il mercato del credito, la liquidità ritornerà su livelli più consueti, così da consentire l'assorbimento delle nuove emissioni, e i mercati creditizi asiatici dovrebbero offrire qualche opportunità appetibile. Ovviamente la tempistica di questo processo è opinabile e pertanto continuiamo a monitorare la situazione con attenzione.

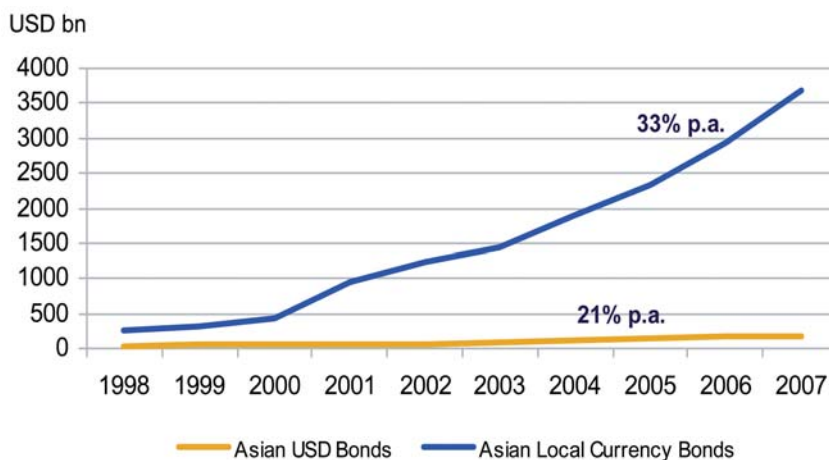
### 3. Il mercato in crescita presenta molteplici opportunità per gli investitori

## 6 - Asia (Giappone escluso): numero di revisioni del rating al rialzo e al ribasso



Fonte: Standard & Poors, Barclays Capital.

## 7 - Crescita dei titoli di debito asiatici in circolazione a fine 2007



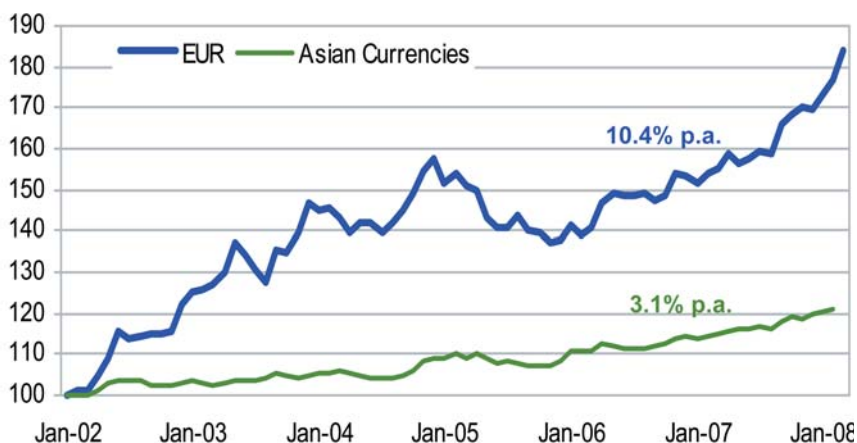
Obbligazioni asiatiche in dollari (linea gialla) e in valuta locale (linea azzurra).  
Fonte: AsianBondsOnline, fonti locali, JPMorgan, Schroders.

### 8 - Dimensione dei mercati in valuta locale

Regione	Titoli di debito nazionali in circolazione per collocazione geografica dell'emittente (in miliardi di USD)	Come % dell'importo globale in circolazione
Asia*	3.350	6,4%
US	23.380	44,9%
Giappone	8145	15,6%
Europa**	13.455	25,8%
Globale	52.091	100,0%

\* L'Asia include Cina, Hong Kong, India, Indonesia, Malesia, Singapore, Corea del Sud, Thailandia. L'Europa è la UE a 15. Fonti: BRI, Schroders a giugno 2007.

### 9 - Andamento dell'euro e delle valute asiatiche rispetto al dollaro Usa



Fonti: Bloomberg, Schroders al 31/03/2008; indicizzato a 100 al 31/01/2002.

### 10 - Rendimenti corretti per rischio delle obbligazioniasiatiches rispetto ad altre asset class

Asset class*	Volatilità a 5 anni (annualizzata)	Rendimento a 5 anni (annualizzato)	Rapporto rendimento /rischio a 5 anni (annualizzato)
Obbligazioni asiatiche in valuta locale	4,32%	8,76%	
Azioni Mercati Emergenti	18,50%	32,32%	1,75
Obbligazioni Mercati Emergenti	6,62%	11,38%	1,72
Azionario Europa	12,67%	20,17%	1,59
Azionario Asia (escluso Giappone)	17,76%	26,49%	1,49
Azionario Globale	10,23%	15,10%	1,48
Obbligazioni asiatiche in USD	4,41%	6,52%	
Obbligazioni europee (in euro)	2,94%	3,57%	1,22
Titoli di Stato globali	6,88%	8,14%	1,18
Treasuries USA	4,35%	4,74%	1,09

Fonti: Bloomberg, Schroders al 31/03/2008. Valori in dollari eccetto le obbligazioni europee, che sono in euro.

La crisi finanziaria asiatica del 1997 ha messo in evidenza l'importanza di un sistema finanziario solido e la necessità, per le economie asiatiche, di sviluppare mercati obbligazionari denominati in valuta locale per mitigare l'effetto di simili crisi nel futuro, se non addirittura di evitarle. Da quel momento, lo sviluppo dei mercati obbligazionari asiatici in valuta locale è stato rapido, con il totale delle obbligazioni in valuta locale in circolazione in crescita, nella regione dell'Asia Orientale, a un ritmo superiore al 30% annuo dal 1998 (grafico 7, pagina precedent).

Tuttavia, i mercati obbligazionari asiatici in valuta locale rimangono relativamente contenuti su scala globale (grafico 8). Il potenziale di crescita di tali mercati, unito ai futuri sviluppi grazie al miglioramento delle infrastrutture e dello scenario normativo (come illustrato alla sezione seguente), produrrà opportunità significative per gli investitori in questa asset class.

#### 4. Esposizione al potenziale di apprezzamento a lungo termine delle valute asiatiche

Crediamo che le valute asiatiche siano fondamentalmente sostenute da una ripresa della crescita e da un buon saldo delle posizioni di pagamento, dalle riforme del renminbi (la moneta cinese, ndr) e da una sempre maggiore accettazione, testimoniata dalle politiche delle banche centrali, del contributo della solidità valutaria alla gestione delle pressioni inflazionistiche. Inoltre, l'allontanamento strutturale dagli asset denominati in dollari Usa tanto da parte dei fondi sovrani che dagli investitori real money statunitensi dovrebbe creare un ambiente positivo per un persistente apprezzamento delle valute asiatiche. Ad oggi, l'euro è la valuta che si è maggiormente apprezzata a fronte del calo del dollaro.

Per quanto riguarda le valute asiatiche, che pure hanno registrato un certo apprezzamento rispetto al dollaro, la tendenza dovrebbe non solo

continuare, ma addirittura accelerare, date le motivazioni legate ai fondamentali descritte in precedenza. Investire in obbligazioni asiatiche in valuta locale offre un'esposizione a questo potenziale.

### **5. Costante sviluppo dei mercati obbligazionari asiatici**

Negli ultimi anni, si sono evidenziati numerosi sviluppi positivi e riforme che hanno contribuito alla crescita significativa e all'espansione dei mercati obbligazionari asiatici. Il mercato ha beneficiato della presenza di nuovi emittenti sovrani, come Pakistan e Vietnam. Si sono registrate emissioni di obbligazioni con scadenze più lunghe (es. titoli ventennali emessi da Singapore, Corea e Malesia, titoli trentennali in Indonesia) che hanno ingenerato curve dei rendimenti più lunghe e liquide, migliorando la profondità del mercato. Inoltre, le ritenute fiscali sulle cedole sono state cancellate sia in Malesia che in Thailandia, mentre la Corea ne ha ridotto l'aliquota, il che ha reso questi mercati più appetibili.

Sui mercati delle valute asiatiche, lo sganciamento valutario di Cina e Malesia ha aperto un periodo di maggiore flessibilità valutaria nella regione, contribuendo al potenziale di creazione di valore. Come riconoscimento degli sforzi profusi, alcuni mercati obbligazionari in valuta locale, tra cui Singapore e la Malesia, sono stati inclusi negli indici obbligazionari più rinomati, come il Citigroup World Government Bond Index. Questo ne ha rafforzato il profilo, attirando un maggior numero di investitori globali in Asia. Per quanto concerne i mercati del credito, Macao, Pakistan, Sri Lanka e Vietnam sono stati inseriti nel JPMorgan Asia Credit Index negli ultimi anni, incrementando la diversità sui mercati asiatici.

In termini di derivati, nell'ultimo periodo si è assistito a una rapida crescita dei prodotti di copertura. La liquidità dei credit default swap (CDS) di singoli emittenti è migliorata e l'introduzione degli indici secondari iTraxx Asia High Grade e High Yield nel secondo semestre del 2007 ha

offerto una sorta di liquidità delegata a fini di copertura o per esprimere un orientamento sui mercati creditizi asiatici high grade e high yield.

Lo sviluppo dei mercati obbligazionari asiatici ha beneficiato anche del sostegno delle banche centrali regionali. La collaborazione tra i regolatori tramite il Gruppo EMEAP (Executives Meeting of East-Asia Pacific Central Banks) ha supportato un approccio coordinato allo sviluppo dei mercati obbligazionari nella regione, come testimoniato dal successo del lancio dell'Asian Bond Fund 1 da 1 miliardo di dollari e dell'Asian Bond Fund 2 da 2 miliardi di dollari.

Nonostante tutto ciò, permangono alcuni punti critici. I mercati obbligazionari indiani e cinesi in valuta locale sono molto restrittivi, sebbene le rispettive valute siano accessibili agli investitori stranieri.

Inoltre, le ritenute fiscali sulle cedole continuano a sussistere in taluni Paesi, nello specifico nelle Filippine, a Taiwan, in Indonesia e in Corea, riducendo i rendimenti effettivi per gli investitori. Tuttavia, a nostro parere, in alcuni di questi mercati si sta diffondendo la volontà di ridurre tali imposte in futuro. Inoltre, in alcuni segmenti permane una scarsa liquidità. Ciò ha effetto, ad esempio, sui titoli di credito societari asiatici denominati in dollari e su talune componenti della curva dei rendimenti per i Titoli di Stato.

Si tratta dunque di un fattore che cerchiamo di gestire accuratamente nell'ambito della costruzione del portafoglio.

Tuttavia, viste le riforme e i miglioramenti del mercato, accanto a una graduale rimozione degli impedimenti esistenti, prevediamo che i mercati obbligazionari asiatici continuino ad aprirsi, presentando crescenti possibilità per gli investitori.

### **6. Interessanti rendimenti corretti per il rischio e bassa volatilità**

Le obbligazioni asiatiche, storicamente, hanno mostrato rendimenti corretti per il rischio particolarmente interessanti rispetto ad altre asset class. In effetti, questi titoli presenta-

**“ Sui mercati delle valute asiatiche lo sganciamento valutario di Cina e Malesia ha aperto un periodo di maggiore flessibilità valutaria nella regione, contribuendo al potenziale di creazione di valore. Come riconoscimento degli sforzi profusi, alcuni mercati in valuta locale, tra cui Singapore e Malesia, sono stati inclusi negli indici obbligazionari più rinomati ”**

## 11 - La ridotta correlazione con le asset class tradizionali offre buone opportunità di diversificazione

Asset class*	Obbligazioni asiatiche in USD	Obbligazioni asiatiche in valuta locale
Azionario Globale	0,24	0,33
Azionario Europeo	0,21	0,30
Titoli di Stato globali	0,55	0,53
Obbligazioni europee (USD)	0,49	0,52

Fonte: Bloomberg, Schroders.  
Correlazioni mensili per il  
periodo 28/02/2002-  
29/02/2008, in dollari Usa.

no una volatilità storica simile a quella dei Treasuries statunitensi, ma offrono un maggiore potenziale di rendimento a lungo termine, come illustrato nel grafico 10.

### 7. I benefici della diversificazione derivante dalla bassa correlazione

Le obbligazioni asiatiche hanno storicamente mostrato una bassa correlazione con i rendimenti delle altre asset class, offrendo eccellenti vantaggi in termini di diversificazione per gli investitori che intendono ridurre i rischi di portafoglio derivanti dalle attività tradizionali.

Il grafico 11 illustra come negli ultimi cinque anni sia le obbligazioni asiatiche denominate in dollari che quelle denominate in valuta locale abbiamo presentato una correlazione inferiore a un terzo rispetto ai mercati azionari globali o europei e una correlazione solo lievemente superiore con i titoli di Stato globali e le obbligazioni europee.

Ricordiamo che un coefficiente di correlazione di 1 indica che due indici si muovono nella stessa direzione, al rialzo o al ribasso. Un coefficiente di correlazione di -1 indica che due serie sono l'una l'immagine speculare dell'altra e, quindi, al movimento ascendente dell'una corrisponde un movimento discendente dell'altra e viceversa. Un coefficiente di correlazione pari a zero indica assenza di legame.

### OPPORTUNITÀ PER LA GESTIONE ATTIVA

La rapida crescita e lo sviluppo dei mercati obbligazionari asiatici offro-

no agli investitori una vasta gamma di opportunità d'investimento. Tuttavia, in quanto asset class relativamente nuova ed emergente, le obbligazioni asiatiche tendono a essere meno ricercate rispetto ad altre classi di investimento a reddito fisso offrendo interessanti opportunità agli investitori disposti a intraprendere una ricerca del credito approfondita e con un orizzonte temporale di investimento più lungo.

Schroders gestisce con successo le obbligazioni asiatiche dal 1998, con un patrimonio in gestione che oggi supera i 2,5 miliardi di dollari Usa. In quanto gestori pionieri del reddito fisso asiatico a Singapore e in tutta la regione, abbiamo iniziato a investire sui mercati obbligazionari pan-asiatici quando molti di questi erano ancora immaturi e di dimensioni ridotte. Da allora, i mercati del reddito fisso in Asia sono andati rapidamente crescendo con un debito totale insoluto pari a oltre 4 mila miliardi di dollari. Investendo nel reddito fisso asiatico sin dagli albori, abbiamo tratto notevole beneficio dalla nostra esperienza in questi mercati nel momento della loro crescita. Data l'importanza delle fasi di ricerca e analisi in questa asset class, riteniamo sia fondamentale disporre di capacità tanto locali quanto globali per valutare correttamente i rischi e le opportunità in quest'area.

### LE PREVISIONI A LUNGO TERMINE RESTANO POSITIVE

A nostro avviso, le previsioni a lungo termine per le economie asiatiche e i mercati finanziari restano positive, visti i buoni fondamentali economici, il miglioramento dei trend del credito e le riforme che stanno interessando proprio in questa fase i mercati obbligazionari asiatici in valuta locale.

Nonostante il recente declino dei mercati creditizi asiatici, che riflette la crisi del credito negli Stati Uniti, sul lungo periodo crediamo che le obbligazioni asiatiche rappresentino un'opportunità di investimento interessante capace di offrire i vantaggi della diversificazione e livelli di volatilità relativamente contenuti. ■