

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

“M.FANNO”

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**“TRA DIVERSIFICAZIONE ED EQUITY HOME BIAS: SVILUPPO DEL
PUZZLE NEL TEMPO ED IMPATTO DELL’INTEGRAZIONE
FINANZIARIA”**

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA ELENA SAPIENZA

LAUREANDO: MARCO GASTALDELLO

MATRICOLA N. 1160987

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1: LE LINEE GUIDA DELLA TEORIA DEGLI INVESTIMENTI DI PORTAFOGLIO	5
1.1 La teoria del portafoglio ottimale	5
1.2 Cosa succede nella realtà	7
1.3 Dati e statistiche sul fenomeno dell'equity home bias	7
CAPITOLO 2: IL FENOMENO DELL'EQUITY HOME BIAS	9
2.1 Quali sono le cause del fenomeno?	9
<i>2.1.1 Le 4 macro-categorie di determinanti e fattori</i>	<i>9</i>
<i>2.1.2 Costi transazionali e loro ripercussioni sul fenomeno dell'equity bias</i>	<i>13</i>
2.2 Trasversalità dell'home bias tra i vari tipi di investitori	14
2.3 Il local home bias	15
CAPITOLO 3: L'EVOLUZIONE MONDIALE DELL'EQUITY HOME BIAS	17
3.1 Confronto tra Paesi industrializzati e Paesi emergenti	17
3.2 Lo sviluppo del puzzle nell'UE	19
3.3 Evidenze a cavallo della crisi del 2008	21
CAPITOLO 4: L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA E L'IMPATTO SULL'EQUITY HOME BIAS	23
4.1 Il processo di integrazione finanziaria	23
4.2 Effetto sull'equity home bias	24
4.3 Il ruolo degli ETF	26
4.4 Esiste ancora l'equity home bias?	29
CONCLUSIONI	34
BIBLIOGRAFIA	35
SITOGRAFIA	38

INTRODUZIONE

L'anomalia dell'eccessiva allocazione del portafoglio in titoli domestici, definita da French e Poterba (1991) come equity home bias, rappresenta un fenomeno di rilevanza globale che consiste nella scarsa diversificazione a livello internazionale con la conseguente sovra-concentrazione del rischio a livello domestico.

In questa relazione verrà fornita una visione d'insieme del fenomeno dell'equity home bias e verrà approfondito con particolare attenzione lo sviluppo parallelo dell'integrazione finanziaria, cercando di trasmettere al lettore la consapevolezza di trovarsi in un periodo storico in cui il mondo della finanza si sta appiattendo in termini di costi grazie alle innovazioni tecnologiche e alla globalizzazione economica.

Tale condizione mette a disposizione degli investitori, siano essi individuali o istituzionali, nuove opportunità e nuovi strumenti per poter allocare le proprie risorse finanziarie al di là dei confini domestici riducendo pertanto il peso dei titoli domestici nel portafoglio, conseguendo un maggior livello di diversificazione (in altri termini, minor grado di equity home bias) e pertanto conseguendo migliori performance in termini di rendimento a parità di rischio.

L'elaborato è stato suddiviso in quattro capitoli:

Il primo capitolo presenta in modo generale le indicazioni fornite dalla teoria classica di portafoglio sulla corretta costruzione e bilanciamento di un portafoglio finanziario, segnalando come nella realtà queste prescrizioni non siano seguite dagli agenti economici.

Nel secondo capitolo vengono illustrate le macro-categorie di determinanti del paradosso macroeconomico dell'equity home bias fornite dalla letteratura economica, con focus sui costi transazionali. Verranno inoltre forniti dati specifici a testimonianza della trasversalità del fenomeno tra le diverse tipologie di investitori e all'interno degli stessi confini nazionali.

Il terzo capitolo mira a fornire un quadro della diffusione dell'home bias a livello globale, con distinzione tra Paesi industrializzati (in particolare modo l'UE) e Paesi emergenti grazie all'ausilio di grafici e serie storiche. Si evidenzierà il trend generale di diminuzione del bias finanziario in questione, seppur con alcune differenze geografiche, con una breve digressione sul biennio 2007-2008.

Infine, nel quarto capitolo si analizza l'impatto dell'integrazione finanziaria e del crescente utilizzo degli ETF sull'equity home bias finendo con il considerare la situazione attuale di tale fenomeno macroeconomico e i possibili sviluppi futuri.

CAPITOLO 1: LE LINEE GUIDA DELLA TEORIA DEGLI INVESTIMENTI DI PORTAFOGLIO

1.1 La teoria del portafoglio ottimale

Secondo la teoria classica dell'ottimizzazione del portafoglio di Markowitz (1952), un agente economico dovrebbe condurre la propria attività di valutazione di asset guardando a due principali indicatori che sono rendimento e rischio. La teoria di portafoglio permette di valutare le condizioni per cui il rischio di portafoglio diminuisce a parità di rendimento: si avrà minor rischio al diminuire della volatilità dei titoli detenuti dall'investitore e al diminuire dell'indice di correlazione (dato dal rapporto tra la covarianza del rendimento di due titoli e il prodotto delle relative deviazioni standard). Quest'ultimo è un valido indicatore, esso può assumere valori che oscillano tra -1 e 1 dove:

- -1 indica la presenza di una perfetta correlazione inversa tra i titoli i cui rendimenti procedono in direzione totalmente opposta;
- 0 mostra incorrelazione tra gli asset;
- +1 indica perfetta correlazione, o correlazione positiva, ossia i rendimenti dei due titoli si muovono nella stessa direzione.

La teoria alla base delle scelte di asset location suggerisce di optare per attività il cui indice di correlazione sia il più possibile vicino a zero o negativo. Ai fini della riduzione del rischio di portafoglio si dimostra d'aiuto cancellare dalle opzioni di scelta azioni/titoli che risultino eccessivamente correlati tra di loro. Questo principio di scelta consente di ridurre al minimo la possibilità che la performance dell'intero portafoglio venga compromessa a seguito di uno shock che determini la caduta del valore di uno specifico asset seguito a ruota dagli altri asset i cui rendimenti procedono di pari passo.

Allargando l'orizzonte di valutazione ed in particolare espandendolo oltre valutazioni prettamente domestiche, è stato dimostrato in numerosi studi come la diversificazione a livello internazionale presenti benefici nettamente superiori alla detenzione di titoli prevalentemente nazionali.

In particolare, Grubel (1968) nel suo studio ha dimostrato come la diversificazione internazionale permetta agli investitori di conseguire una minore variabilità dei rendimenti rispetto alla diversificazione a livello domestico, visto che i diversi mercati azionari nazionali non sono perfettamente correlati come invece si verifica spesso a livello nazionale.

In aggiunta, Errunza (1983) è giunto a concludere che i vantaggi derivanti dalla diversificazione a livello mondiale, in particolar modo investendo nei paesi emergenti, sono ancora maggiori. Secondo la sua ricerca i vantaggi scaturiscono dal fatto che la correlazione tra mercati azionari dei paesi in via di sviluppo e mercati azionari dei paesi industrializzati è inferiore a quella tra soli mercati borsistici dei paesi avanzati.

Nel corso degli anni sono state mosse alcune critiche alla diversificazione internazionale, la principale è quella che seguendo tale approccio non si abbia protezione da crash del mercato nel breve periodo, momenti in cui i tassi di correlazione aumentano sensibilmente. È stato però dimostrato come la superiorità della diversificazione quale metodo da seguire nell'asset placement sia maggiore all'aumentare dell'orizzonte temporale di riferimento. Se è vero che nel breve periodo i rendimenti tra i portafogli domestici e portafogli internazionali tendono ad essere allineati, la forbice si allarga notevolmente man mano che l'orizzonte temporale si allunga (vedi Asness et al. 2011). Inoltre, nel lungo periodo le performance del portafoglio diversificato tendono a rispecchiare più fedelmente l'evoluzione delle performance dell'economia reale, cosa che nel breve periodo non sempre è riscontrabile in quanto più soggette ad oscillazioni dovute a fattori non strettamente legati all'andamento dell'economia come, ad esempio, speculazioni, informazioni errate, fattori emotivi degli agenti economici.

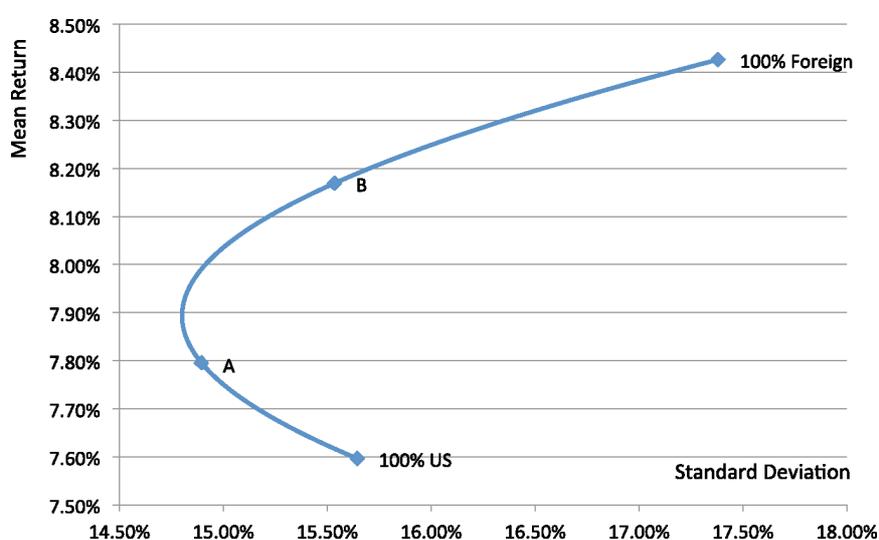


Figura 1: Frontiera efficiente portafoglio US e non US

Fonte: Cooper, Sercu, Vanpée (2012) p.7

Nella Figura 1 si può notare come un portafoglio totalmente domestico (100% US in questo caso) sia meno conveniente rispetto ad un portafoglio B costituito solo in parte da titoli statunitensi. Infatti a parità di volatilità, il portafoglio B, presenta un rendimento medio superiore di quasi 0.6%.

1.2 Cosa succede nella realtà

Nonostante le numerose evidenze a sostegno della validità della diversificazione internazionale, la realtà dei fatti è tuttavia differente in quanto vi è la presenza di un trend di difficile comprensione per il quale una considerevole percentuale degli investitori detiene prevalentemente asset domestici. Questo fenomeno è stato documentato per la prima volta da French e Poterba nel 1991 e prende il nome di Equity Home Bias. Esso viene identificato ufficialmente da Obstfeld e Rogoff come uno dei sei maggiori puzzle della macroeconomia internazionale. Si tratta di un fenomeno molto diffuso per il quale gli investitori tendono a possedere dei portafogli azionari “sovrappopolati” di titoli nazionali (se non in alcuni casi regionali) e a carente livello di diversificazione internazionale.

La teoria di portafoglio classica basata su modelli media-varianza, come già ribadito in precedenza, suggerirebbe agli agenti economici di detenere una quota di azioni estere molto superiore rispetto a quella effettivamente posseduta in portafoglio dagli investitori.

1.3 Dati e statistiche sul fenomeno dell’equity home bias

Stando ai primi rilevamenti di French e Poterba del 1991, la misura di titoli azionari domestici detenuta dagli investitori di alcuni dei principali Paesi mondiali superava il 90% del peso totale del portafoglio. In particolare, essi concentrarono le proprie analisi su Gran Bretagna, Usa e Giappone e i loro ritrovamenti diedero dei risultati decisamente impressionanti. Si trovò, infatti, che la percentuale di titoli nazionali detenuta dagli investitori in questi tre Paesi fosse rispettivamente 92% per la Gran Bretagna, 92.3% per gli Usa, e infine 95.7% in Giappone.

Il fenomeno in questione risulta in flessione seppur ancora molto presente a livello mondiale, specialmente nei paesi meno sviluppati. Lo dimostra la successiva tabella a opera di Sercu e Vanpée le cui misurazioni si riferiscono al 2005; facciamo riferimento in particolare all’ultima colonna dove viene riportata la misura del livello di home bias per ciascun Paese.

Country	Domestic Market Capitalization	Foreign Assets	Foreign Liabilities	Domestic Equity Holdings	% Market cap in world market	% domestic in total equity	HOME BIAS
Argentina	47,590	9,558	1,971	45,619	0.1	82.7	82.6
Australia	804,015	126,418	158,336	645,679	1.9	83.6	81.7
Austria	126,309	63,566	36,647	89,662	0.3	58.5	58.2
Belgium	286,326	202,205	86,028	200,297	0.7	49.8	49.1
Brazil	474,647	2,809	99,706	374,941	1.1	99.3	98.1
Canada	1,482,185	363,067	296,496	1,185,688	3.5	76.6	73.0
Chile	136,493	23,016	5,942	130,551	0.3	85.0	84.7
Colombia	50,501	1,009	1,186	49,315	0.1	98.0	97.9
Czech Republic	53,798	4,386	6,549	47,249	0.1	91.5	91.4
Denmark	187,161	88,038	39,293	147,868	0.4	62.7	62.2
Egypt	79,509	898	4,513	74,996	0.2	98.8	98.6
Finland	228,266	64,471	117,041	111,225	0.5	63.3	62.8
France	1,769,569	529,289	600,072	1,169,497	4.2	68.8	64.6
Germany	1,221,106	528,153	507,419	713,687	2.9	57.5	54.6
Greece	145,121	8,326	28,003	117,117	0.3	93.4	93.0
Hong Kong	1,054,999	227,834	119,234	935,765	2.5	80.4	77.9
Hungary	32,576	1,749	13,297	19,279	0.1	91.7	91.6
India	1,069,046	36	100,805	968,242	2.5	100.0	97.4
Indonesia	81,428	93	17,275	64,153	0.2	99.9	99.7
Israel	122,578	8,169	35,864	86,714	0.3	91.4	91.1
Italy	798,073	416,446	242,896	555,177	1.9	57.1	55.2
Japan	5,542,716	408,575	929,135	4,613,580	13.2	91.9	78.7
Korea	718,011	13,913	187,502	530,508	1.7	97.4	95.7
Malaysia	180,518	1,550	23,240	157,278	0.4	99.0	98.6
Mexico	239,128	3,041	75,378	163,750	0.6	98.2	97.6
Netherlands	575,843	478,427	349,158	226,685	1.4	32.1	30.8
New Zealand	40,593	21,785	8,194	32,398	0.1	59.8	59.7
Norway	190,952	125,677	54,982	135,971	0.5	52.0	51.5
Philippines	39,818	184	5,696	34,122	0.1	99.5	99.4
Poland	93,602	1,671	14,754	78,848	0.2	97.9	97.7
Portugal	75,066	15,762	19,714	55,352	0.2	77.8	77.7
Russia	527,022	336	48,128	478,894	1.3	99.9	98.7
Singapore	257,341	67,592	54,970	202,370	0.6	75.0	74.3
South Africa	549,310	60,756	58,874	490,436	1.3	89.0	87.7
Spain	959,910	122,870	185,435	774,475	2.3	86.3	84.0
Sweden	420,953	202,216	124,792	296,161	1.0	59.4	58.4
Switzerland	935,448	357,270	400,885	534,563	2.2	59.9	57.7
Thailand	123,885	1,217	25,746	98,139	0.3	98.8	98.5
Turkey	161,538	90	26,503	135,034	0.4	99.9	99.5
United Kingdom	3,058,182	992,737	1,217,227	1,840,956	7.3	65.0	57.7
United States	17,000,805	3,317,705	1,664,493	15,336,311	40.5	82.2	41.7
Venezuela	7,316	405	586	6,729	0.0	94.3	94.3
Total	41,949,250	8,863,315	7,993,970	33,955,281	100.0		

Tabella 1: equity home bias basato dai dati del CPIS, dicembre 2005

Fonte: Sercu e Vanpée (2007), p. 8

L'equity home bias è oggetto di numerosi studi ed analisi che mirano a coglierne gli aspetti più distinti. Si va dalla comparazione dei rendimenti di portafogli differenziati e portafogli domestici, passando per lo scostamento degli stessi da un benchmark preso come riferimento, per giungere poi all'osservazione della loro reazione a eventuali shock di mercato nel corso del tempo, ma a questi aspetti vanno aggiunti numerosissimi altri approfondimenti ed indagini.

CAPITOLO 2: IL FENOMENO DELL'EQUITY HOME BIAS

Come già accennato, l'equity home bias è un fenomeno paradossale per cui gli operatori economici sovra-investono in azioni domestiche rispetto al portafoglio ottimale di investimento specificato dalla teoria moderna di portafoglio rinunciando così ai considerevoli benefici scaturenti dalla diversificazione internazionale (Tesar e Werner 1995).

Si tratta di un puzzle di difficile comprensione e la cui risoluzione ancora non risulta contemplabile.

2.1 Quali sono le cause del fenomeno?

Le possibili variabili che influiscono sul comportamento degli investitori e li spingono a scegliere la via del domestico possono essere ricondotte sia a fattori di natura razionale e oggettiva, sia a fattori di natura più prettamente irrazionale e legata alla sfera comportamentale dei soggetti. Queste due grandi sfere di appartenenza sono da considerarsi ugualmente significative e incidenti sul fenomeno.

2.1.1 Le 4 macro-categorie di determinanti e fattori

Le cause che sono state analizzate nel susseguirsi degli studi economici e dei diversi modelli econometrici adottati hanno individuato una molteplicità di matrici che Ardalán (2019) raggruppa in quattro macro-categorie: la riduzione del rischio Paese, barriere all'investimento estero, presenza di asimmetrie informative e infine fattori comportamentali.

L'analisi di questo elaborato andrà a soffermarsi in particolare sulla seconda di queste categorie, ma non rilutterà il dare una breve panoramica su quelle che sono le principali posizioni a riguardo negli altri ambiti.

In primo luogo, l'home bias è stato valutato da alcuni studiosi ed economisti come una sorta di meccanismo di difesa dai rischi specifici del mercato domestico. Si fa riferimento in particolare alle deviazioni dalla Parità di Potere d'Acquisto (Purchasing Power Parity), nelle quali vengono racchiusi il rischio d'inflazione, il rischi del tasso di cambio reale, il rischio del consumo domestico e ultimo, il rischio dei beni cosiddetti "nontradable" ossia, letteralmente, non commerciabili. La validità di queste giustificazioni ha trovato, tuttavia, limitate evidenze empiriche.

Per quanto concerne le asimmetrie informative la letteratura offre numerosi spunti di indagine. Il principio generale alla base di questa particolare categoria di determinanti è quello secondo cui ciascun soggetto si ritiene più preparato e considera di avere un buon bacino di conoscenze nell'ambito dei titoli nazionali. In alcuni casi, però, questa sensazione è frutto più di una convinzione personale che di una reale oggettività. Per fornire una dimostrazione ancora più specifica consideriamo il seguente esempio. È indubbiamente vero che un medico abbia certamente delle competenze e conoscenze nell'ambito sanitario superiori a quelle di un agente immobiliare, ma non è saggio da parte sua concentrare i propri investimenti nel settore sanitario. Infatti, la finanza comportamentale, una branca degli studi economici che studia gli sviluppi dei mercati finanziari basandosi su modelli comportamentali legati alle azioni individuali e sociali, suggerisce vivamente di non commettere questo tipo di errore. Questo per un semplice motivo: nell'eventualità di un crollo del settore si rischia di rimanere oltre che senza lavoro, anche di perdere gran parte dei propri investimenti. Si osservi che qui il livello di considerazione dell'equity bias è addirittura settoriale.

Un'importante spunto di riflessione è fornito da uno studio di Magi (2007) che dimostra come il livello di istruzione sia un tassello che contribuisce a diminuire l'entità dell'equity home bias, in quanto come riporta la successiva tabella, all'aumentare del grado di istruzione dei soggetti economici, incrementa il livello di investimento estero.

	<Terza Media	Terza Media	Maturità	Laurea
Attività fin. estere				
1998	0.69	0.80	1.69	2.00
2000	0.32	1.12	1.82	4.54
2002	0.42	0.94	1.75	4.20
Attività fin. nazionali				
1998	99.31	99.20	98.31	98.00
2000	99.68	98.88	98.18	95.46
2002	99.58	99.06	98.25	95.80
Portafoglio rischioso	100	100	100	100

Tabella 2: Composizione percentuale del portafoglio rischioso (comprensivo di tutte le tipologie di attività finanziarie ad esclusione degli attivi monetari), 1998-2002

Fonte: Magi (2007) p.143

Tali risultati, riferiti al periodo 1998-2002, mostrano come un'educazione di grado superiore comporti una percentuale di detenzione di attività finanziarie estere decisamente superiore. Scendendo nel dettaglio, soffermandoci sull'anno 2002, un laureato arriva ad avere in portafoglio un valore di attività estere più del doppio maggiore rispetto a un diplomato (4.2% contro 1.75%), circa quattro volte superiore a quelle possedute da un individuo con la sola terza media (4.2% contro lo 0.94%) e ancora più ampio in termini percentuali rispetto soggetti con livelli di educazione ancora più carenti.

Quello che comunica il grafico è come un grado di preparazione scolastico elevato comporti molto probabilmente una conoscenza della validità della diversificazione a livello internazionale come strumento per gestire più proficuamente i propri possedimenti finanziari. In particolare, lo stesso Magi (2007) giunge a sostenere come siano soprattutto le persone con minori capacità di elaborazione delle informazioni quelle che si rendono protagoniste di valutazioni isolate e che, conseguentemente, diversificano in misura minore i propri investimenti finanziari.

L'aspetto della conoscenza del funzionamento del mercato finanziario e del mercato borsistico domestico in particolare è oggetto di numerosi bias di condotta umana che rientrano nella quarta categoria di fattori sopraindicata, ossia quella dei fattori comportamentali. I più correlati ad esso sono l'overconfidence, la familiarità, l'ottimismo e l'avversione per l'ambiguità. Hubermann (2001) constata come la maggior parte degli investitori percepisce gli asset esteri come più rischiosi rispetto a quelli nazionali per il semplice fatto che sono per l'appunto stranieri. Questo tipo di ragionamento è privo di alcun fondamento logico e razionale eppure in molti casi sembra essere un fattore trainante nella fase di valutazione delle diverse opportunità di posizionamento dei propri fondi finanziari.

Alla familiarità si lega la convinzione degli individui di essere in grado di avere un maggior controllo su quelli che sono gli sviluppi e i trend principali che si vengono a creare nel mercato domestico rispetto a quanto riuscirebbero a fare con un portafoglio a trazione internazionale. Essi, in qualche modo, considerano di avere un vantaggio di natura informativa ed esperienziale a livello di titoli nazionali e di potersi perciò considerare in una dimensione finanziaria confortevole e rassicurante a livello locale. Il miglior accesso ad informazioni è una giustificazione che poteva forse valere in passato, ma che al tempo di internet non regge più.

L'impressione dell'esistenza di un velo che non permette di comprendere fino in fondo le dinamiche che coinvolgono i mercati internazionali è una classica manifestazione di quella che viene definita avversione all'ambiguità, intesa come mancanza di sicurezza, di trasparenza delle informazioni provenienti da fuori. L'avversione all'ambiguità inoltre significa che le persone preferiscono un rendimento certo inferiore piuttosto che un rendimento potenzialmente superiore ma caratterizzato da incertezza. La ricerca di Dimmock et al. (2013) è giunta a dimostrare l'esistenza di una correlazione negativa tra avversione all'ambiguità ed entità delle partecipazioni azionarie estere da parte degli investitori.

Per concludere questo breve excursus su alcune delle determinanti di tipo comportamentale che sono state prese in considerazione dalla letteratura economica nel corso degli ultimi trent'anni, puntiamo la luce sull'overconfidence e l'ottimismo. L'ottimismo degli investitori nei confronti del mercato borsistico domestico può essere usato per spiegare parzialmente il puzzle dell'home bias. Si tratta di una condizione per cui le aspettative di guadagno da un determinato asset nazionale si rivelano essere sistematicamente al di sopra di quelle relative a titoli extra-nazionali. French e Poterba (1991) hanno riscontrato delle conferme a tal proposito attraverso l'adozione di un modello econometrico che permette di ricavare i tassi di rendimento attesi dalle azioni domestiche. Hanno constatato che gli agenti economici si aspettano dei rendimenti dalle attività nazionali superiori di centinaia di punti base rispetto ai risultati attesi dai titoli internazionali.

Dall'altro lato, l'overconfidence si ha quando gli operatori non stimano correttamente le proprie abilità finendo con il sopravvalutare le proprie competenze predittive. Gli individui tendono, per l'appunto, a formulare proiezioni distorte verso scenari positivi. Contare troppo sulle proprie capacità di valutazione influisce sulla condotta dei soggetti nei mercati finanziari. Gli stessi vengono spinti dalla propria overconfidence a sottoscrivere investimenti caratterizzati da elevati livelli di rischio che in normali condizioni di giudizio non compierebbero.

2.1.2 Costi transazionali e loro ripercussioni sul fenomeno dell'equity bias

L'ultima categoria da prendere in considerazione è quella dei costi transazionali dove ricadono una molteplicità di barriere sia esplicite, sia implicite, al libero movimento di capitali. I costi associati all'investimento internazionale includono misure tangibili cui commissioni fisse o variabili legate alle operazioni di apertura o chiusura di posizioni, spese di gestione, differenziazione nel trattamento fiscale tra asset domestici ed asset esteri internazionali. A queste vanno sommate disposizioni meno alla luce del sole come restrizioni quantitative sugli investimenti esteri, controlli sui capitali, diversità nel framework legislativo di riferimento, requisiti di deposito. L'incombenza economica di tutti gli elementi sopraindicati ha costituito nel tempo una delle principali di cause del fenomeno dell'equity home bias in quanto i guadagni dalla diversificazione internazionale non valevano, secondo gli investitori, il sostenimento dei costi associati con essa.

I dati che ci fornisce la storia testimoniano come il controllo sui capitali sia stato molto pervasivo nell'epoca di Bretton Woods, mentre successivamente, sia stato progressivamente ridotto a partire dalla fine degli anni '70 grazie all'ondata di liberalizzazione che ha guidato le politiche economiche di quegli anni. Tuttavia, prima con la crisi Asiatica del 1997-1998, poi con la crisi finanziaria del 2008, il dibattito sull'utilità del controllo sui capitali è stato riaperto e i comportamenti delle autorità economiche di numerosi Paesi hanno virato orientamento. Infatti, si può notare nel grafico, ricavato nello studio di Nispi e Schiavone (2018), come lo stadio di controllo degli investimenti sia tornato a salire a partire dal periodo della crisi finanziaria globale.

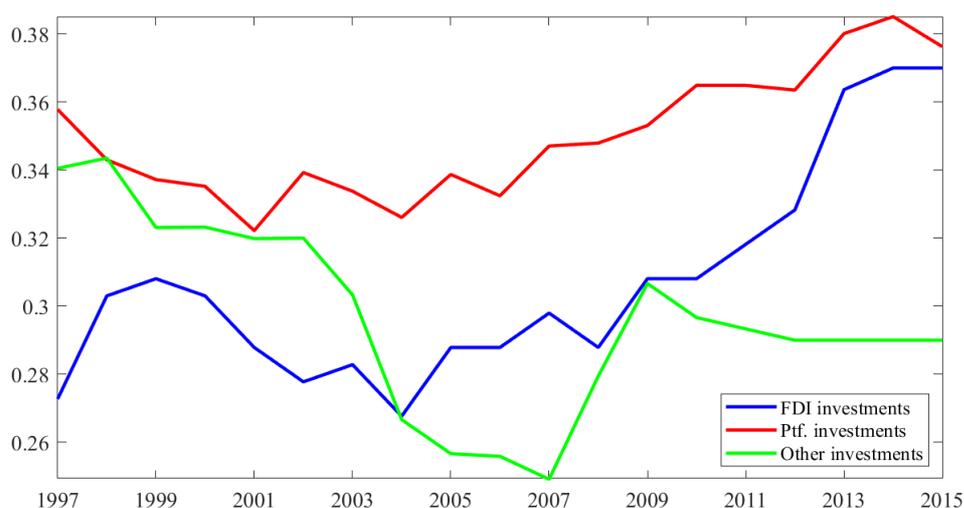


Figura 2: Controlli per tipo di investimenti (inflows) - Cross country means

Fonte: Fernández et al.(2016), rielaborazione di Nispi e Schiavone (2018) p.15

Analizzando più nello specifico il grafico si può agevolmente rilevare che gli investimenti maggiormente colpiti da questo tipo di misure sono stati gli FDI (Foreign Direct Investment) e gli investimenti di portafoglio.

Nispi e Schiavone (2018) stimano che i costi transazionali determinati dal controllo sui capitali riducono il volume di afflusso di capitali esteri per tutti i tipi di investimento (FDI, investimenti in portafoglio, altri investimenti). Nel dettaglio, un aumento della deviazione standard di KK (coefficiente di controllo sui capitali) determina una riduzione degli investimenti diretti esteri (FDI), degli investimenti di portafoglio e degli altri investimenti (tutto in percentuale al PIL) rispettivamente dello 0.65%, 0.45% e 0.7%. I loro ritrovamenti possono essere estesi per giungere a concludere, pertanto, che la presenza di barriere economiche ha un impatto negativo sulla differenziazione, la quale sfocia conseguentemente in un aumento dell'equity home bias. Tuttavia, essi non possono essere significativi da soli a spiegare l'entità di questa scarsa diversificazione internazionale in quanto numerosi studi hanno confermato quando affermato da French e Poterba nel 1991 ossia che i costi transazionali dovrebbero essere molto maggiori per spiegare una tale entità di "subdiversificazione" del portafoglio.

2.2 Trasversalità dell'home bias tra i vari tipi di investitori

Interrogandosi su quali siano i principali fattori del fenomeno dell'equity home bias si potrebbe pensare che questi siano per lo più quella categoria di individui con scarse conoscenze dell'ambiente finanziario, magari anche quei soggetti che si affacciano per la prima volta al mondo del trading; insomma, in generale quella vasta classe di persone che ricadono nella definizione generica di risparmiatori individuali. Ebbene, questa presunzione è totalmente errata! Più di qualche ricerca ha infatti evidenziato come gli stessi gestori di fondi d'investimento si rendano protagonisti di scelte di asset placing a trazione prevalentemente domestica.

Questo per una serie di motivazioni. In primis, i gestori dei fondi d'investimento possiedono solitamente dei vantaggi informativi rispetto ai rendimenti attesi e questo aspetto implica delle performance superiori. In aggiunta, il comportamento dei managers è guidato dal fatto che gli investitori abbiano una predilezione verso i titoli nazionali e di conseguenza incanalino la maggior parte del proprio denaro a livello nazionale; perciò l'incentivo dei gestori dei fondi a

specializzarsi in questa dimensione è elevato e segue un ragionamento del tutto logico in quanto accoglie quelle che sono le esigenze del cliente. Dziuda e Mondria (2012) sostengono che anche in presenza di un eguale livello di informazioni su tutti i mercati finanziari, gli investimenti individuali esibiscono home bias. Una delle ragioni che i due ricercatori hanno trovato è stata quella secondo cui il livello di specializzazione dei fondi che investono prevalentemente nel domestico è maggiore del livello di specializzazione dei fondi che investono in asset esteri.

2.3 Il local home bias

Il fenomeno dell'home bias scende ancora più nello specifico, più ancora nelle vicinanze degli agenti economici. Essi, difatti, prediligono optare per azioni e titoli che sono legati a realtà prossime geograficamente e culturalmente (lingua, costumi). Questa ulteriore segmentazione della questione viene definita "local bias" e rappresenta una sotto-classificazione dell'equity home bias. Questo fatto peculiare si spinge fino alle radici più contigue agli investitori.

In una loro analisi che studia l'importanza della variabile geografica sulla scelta delle società da parte dei manager di fondi d'investimento statunitensi, Coval e Moskowitz (1999) portano alla luce l'evidenza secondo cui in media, i gestori dei fondi d'investimento Usa includono nel proprio portafoglio società che si collocano tra i 160 e i 184 chilometri di distanza dalla sede del fondo. Una loro ulteriore scoperta afferma come i numeri dimostrano come si possa stimare che ogni 10 società, una sia scelta dal manager perché collocata nella sua stessa città.

Le informazioni sopra citate implicano che la distanza che separa investitori e potenziali asset costituisce un fattore significativo sulla base del quale vengono effettuate le scelte dei vertici di fondi d'investimento statunitensi.

Più recentemente, in una ricerca di Baschieri et al. (2010) vengono presi in considerazione 7 fondi d'investimento Italiani e le 291 società quotate in Italia a fine dicembre 2007. Scorrendo i loro primi ritrovamenti si ha che i fondi in questione investono solamente in 201 di queste società, ottenendo perciò uno scarto di circa il 30%.

	Distanza media (in km) tra fondo e società quotate utilizzando i pesi			
	Osservati	Da benchmark	Differenza	% LB
Panel A: Italia				
Fondi Equiponderati	221	279	58	20,64
Fondi Pesati	231	309	78	24,82
Equiponderati (senza Milano)	227	285	58	19,80
Pesati (senza Milano)	246	329	83	24,55
Panel B: US (C&M, 1999)				
Fondi Equiponderati	1.654	1.830	176	10,30
Fondi Pesati	1.663	1.847	184	11,20
Equiponderati (senza NYC)	-	-	-	-
Pesati (senza NYC)	1.734	1.892	157	9,60

Tabella 3: Local home bias in Italia (2010) e local home bias in Usa (risultati Coval e Moskowitz 1999)

Fonte: Baschieri, Carosi, Mengoli (2010) p.446

Più nel dettaglio, i valori presenti in tabella suggeriscono che i fondi d'investimento oggetto d'analisi preferiscono società quotate la cui sede centrale è più prossima in media di 58km alla propria casa madre. Il benchmark di riferimento è rappresentato dall'ideale portafoglio di mercato. Nell'ultima colonna è confermato e quantificato il corrispondente livello di local home bias: i 7 fondi sono inclinati verso società del 21% più prossime. Dunque, anche a livello italiano questa particolare manifestazione di home bias è visibile. Se confrontata con i risultati ottenuti da Coval e Moskowitz per i fondi statunitensi (si osservi il Panel B della tabella) notiamo come la misura del local home bias italiano è in media il doppio di quella misurata a livello statunitense (con tutte le precauzioni del caso, vista la differenza temporale d'analisi e qualche diverso meccanismo di calcolo).

Una modalità di manifestazione più curiosa dell'home bias è quella che si verifica in corrispondenza degli investimenti esteri. Volendo approfondire questa constatazione, Ke, Ng e Wang (2010) affermano che gli investitori favoriscono, in riferimento ai propri investimenti esteri, quelle società internazionali che sono presenti nel mercato locale. Tale preferenza per la presenza domestica si caratterizza come home bias a livello di investimento estero. Si badi al fatto che se gli agenti economici prediligono azioni che hanno questa vicinanza, siffatta presenza locale può finire col ridurre il livello di diversificazione internazionale dello stesso portafoglio dell'investitore e minarne perciò le performance.

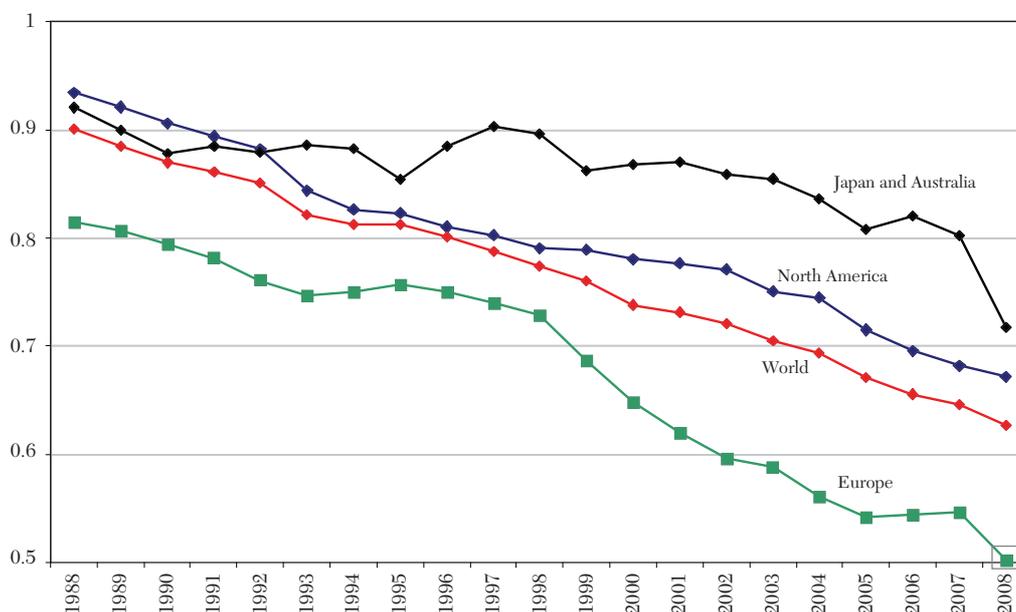
CAPITOLO 3: L'EVOLUZIONE MONDIALE DELL'EQUITY HOME BIAS

Se come abbiamo potuto capire l'equity home bias è un fenomeno a 360 gradi, ossia che intacca le decisioni degli agenti economici di ogni tipo, siano essi individui privi di alcuna educazione finanziaria, sia grandi ed esperti gestori di fondi d'investimento, quello che ci interessa scoprire è quale sia la distribuzione geografica di questo puzzle mondiale e dove esso sia più difficile da superare e da ridurre. In questo paragrafo andremo ad osservare quale è il trend di evoluzione dello stesso nel corso degli ultimi decenni e quali siano le regioni del mondo dove esso si contraddistingue per i più alti indicatori. Osserveremo quindi alcuni dati relativi ai differenti continenti del mondo distinguendo tra Paesi avanzati e Paesi in via di sviluppo, valuteremo i progressi dell'Unione Europea e infine ci soffermeremo sul biennio 2007-2008 dove l'home bias ha dimostrato un andamento per certi versi sorprendente.

Sicuramente il fenomeno in questione è andato diminuendo nel corso degli anni in seguito alla liberalizzazione dei mercati, all'aumento del grado di integrazione finanziaria, alla diffusione di strumenti come internet e alla successiva maggior facilità di circolazione delle informazioni, ma il volume di asset domestici detenuti nei vari Stati da parte degli agenti economici è ancora irragionevolmente elevato.

3.1 Confronto tra Paesi industrializzati e Paesi emergenti

I numerosi dati offerti dalla letteratura economica mostrano che il fenomeno dell'home bias azionario è maggiormente imponente e radicato nei Paesi in via di sviluppo rispetto ai Paesi più industrializzati che dimostrano un impegno verso una sua riduzione nel tempo.



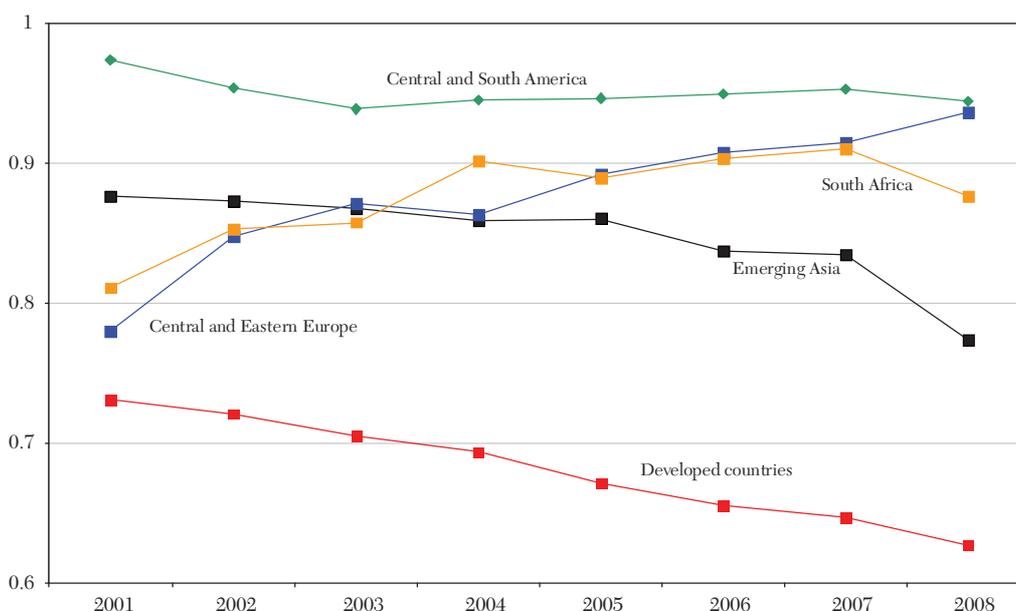


Figure 3-4: Equity home bias misurato nei Paesi sviluppati e nei Paesi emergenti
Fonte: Coeurdacier e Rey (2013) p.100-101

Dalle figure di cui sopra abbiamo una chiara visione di come sia evidente il distanziamento tra Paesi avanzati e Paesi in via di sviluppo nell'ambito dell'home bias. Coeurdacier e Rey (2013) stabiliscono nei loro calcoli come il grado medio di home bias nel mondo sia del 63%. Il primato in termini di differenziazione è detenuto dalla regione UE che ha ottenuto una riduzione significativa della quota di titoli domestici detenuti da ciascun membro, con un'accelerazione a seguito dell'unione monetaria avvenuta nel 1999. Seguono in classifica gli Stati Uniti, il Giappone e l'Australia. Per ciò che concerne i Paesi emergenti, questi hanno un livello di diversificazione palesemente inferiore rispetto ai Paesi più avanzati e non si riesce ad identificare un chiaro ed omogeneo trend ribassista del puzzle oggetto d'analisi. Il livello medio dell'home bias in queste realtà è in effetti del 90% (con massimi in America Latina e minimi nell'Asia emergente).

Park e Mercado Jr. (2014) hanno confermato i precedenti ritrovamenti e hanno concentrato ancora di più i propri studi sulla realtà delle zone Asiatiche. I Paesi asiatici con il livello più limitato di equity home bias sono le quattro "tigri" asiatiche (Hong Kong, Singapore, Corea del Sud, Taiwan), seguite da alcune nazioni del sud-est asiatico (Indonesia, Malaysia, Filippine, Thailandia), Cina e India. Anch'essi ribadiscono come la velocità di declino del puzzle è molto più scarsa in questi Paesi rispetto alle nazioni industrializzate, sebbene negli ultimi anni alcuni di questi Stati sembrerebbero aver accelerato tale processo (si riferiscono soprattutto alle 4 tigri).

3.2 Lo sviluppo del puzzle nell'UE

Concentrando l'analisi nel continente europeo, si trova che i cittadini europei investono significativamente all'interno della zona euro, pur rappresentando quest'ultima l'area regina in termini di diversificazione internazionale. Infatti, l'Europa, e più specificatamente, le nazioni rientranti nel progetto della moneta unica (aderenti perciò all'Euro a partire dal 1999) hanno il rapporto azioni domestiche su azioni totali più basso a livello mondiale. A seguito dell'adesione da parte dei primi 12 Paesi firmatari della nuova moneta unica, il grado di equity home bias in questi Stati ha cominciato a scendere a ritmo più sostenuto grazie alla eliminazione di alcuni freni che caratterizzavano alcuni degli ostacoli all'allocazione dei propri fondi oltre confine da parte degli investitori. Si tratta ad esempio del rischio di cambio, di alcune tassazioni transnazionali ecc.

Stando ai dati forniti dal precedente grafico l'entità del puzzle a livello Europeo è sceso fino a raggiungere il 50% nel 2008. Nonostante ciò, si deve guardare ad un quadro più ampio. Secondo le osservazioni raccolte da Balta e Delgado (2009) gli europei, infatti, concentrano pesantemente i propri investimenti all'interno dell'Unione. Nei primi 15 Paesi entranti a far parte dell'UE si riscontra come l'83% della ricchezza detenuta in azioni sia circoscritta all'interno di questi 15 Paesi, il che è leggermente più basso della porzione di azioni che gli Americani detengono all'interno del mercato Usa. La composizione di questo 83% (di media) è scomponibile in un 65% di azioni detenute all'interno dello stesso Paese e dal rimanente 18% riferito alle azioni possedute in relazione ai rimanenti 14 mercati borsistici. Il 17% di ricchezza mancante è collocato in altri Paesi OCSE.

Tale condizione può essere definita come una sorta di bias dell'eurozona, ossia una situazione in cui vi è una forte preferenza per valori mobiliari della zona Euro rispetto ad altre regioni extraeuropee (vedi Floreani e Habib 2017). I Paesi che sono più prossimi alla zona euro portano con sé una maggiore esposizione finanziaria nei confronti di essa. Inoltre, è dimostrato da diversi studiosi come in presenza di uno stretto legame di scambio di beni reali con realtà europee, il Paese collochi una porzione significativa del proprio portafoglio estero in attività presso quelle stesse nazioni. Da questa immagine si distingue come la media di equity home bias dei primi 15 Paesi UE sia decisamente inferiore a quella dei Paesi OCSE che investono circa l'80% della propria ricchezza (azionaria) domesticamente.

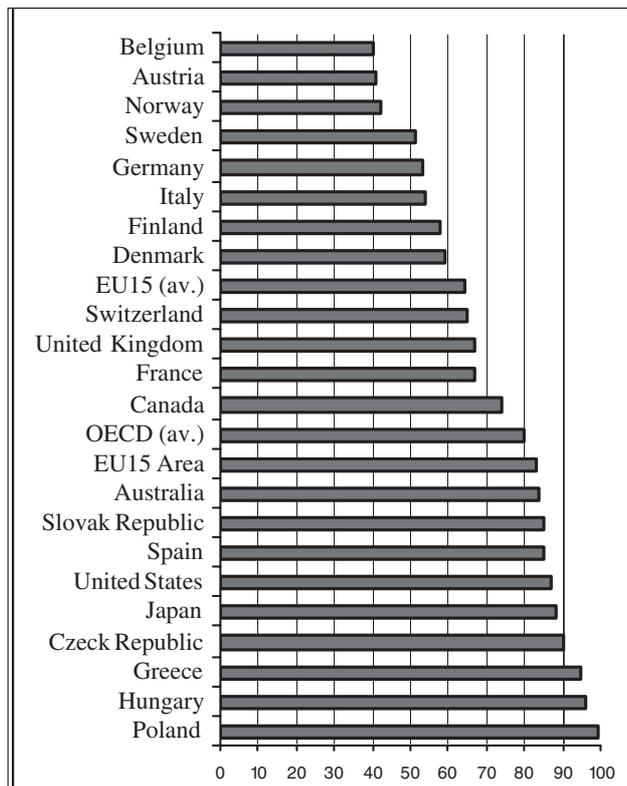


Figura 5: Azioni domestiche sul totale di possedimenti azionari
Fonte: Balta e Delgado (2009) p.129

Ma quale è la distribuzione del fenomeno tra i diversi Paesi facendo parte della comunità europea? Sempre seguendo quelli che sono i ritrovamenti di Balta e Delgado (2009) si evidenzia una grossa eterogeneità nelle misurazioni. Infatti i valori associati all'equity home bias vanno dal 41% dell'Austria al 93% della Grecia. Essi rilevano che anche i membri che sono entrati a far parte della comunità europea successivamente presentano una preponderanza di azioni domestiche sui relativi portafogli.

Gli stessi Maier e Scholz (2017) hanno affrontato il tema della dispersione dell'equity bias a livello di singoli fondi azionari che investono all'interno della zona europea, più nel dettaglio quelli domiciliati nei 15 principali Paesi europei. Il modello econometrico da loro utilizzato fa emergere la significatività del fattore domestico nella composizione dei portafogli. In particolare dei quindici Paesi presi in considerazione, in quattro di questi (Belgio, Irlanda, Olanda e Spagna) i fondi d'investimento presentano il più alto livello di sovra ponderazione di azioni domestiche. In aggiunta, se si valutano singolarmente i numerosi fondi d'investimento presenti in ognuno di questi 15 Stati europei, si ha che mediamente più del 20% si caratterizza per un evidente home bias (20.76%) come si può notare nella tabella successiva). I Paesi in cui i fondi che presentano equity home bias sono maggiori ad un quinto sul totale del Paese sono: Belgio (27.27%), Francia (26.26%), Italia (34,78%), Olanda

(32,26%), Portogallo (38,46%), Spagna (27,59%), Svezia (26,09%). Dall'altro lato, mediamente solo nel 10% dei casi si è in presenza di un fondo che non presenta il fenomeno in questione, ma anzi che lo presenta "negativo" (ossia una quantità di azioni domestiche inferiore in riferimento al peso del paese nel mercato europeo).

	γ^{HB}	pos. & sign.		neg. & sign.		γ_{vw}^{HB-REF}	pos. & sign.		neg. & sign.	
		#	in %	#	in %		#	in %	#	in %
Panel A: Excess return										
All		163	20.76	86	10.96		193	24.59	74	9.43
Austria	0.15	5	12.82	7	17.95	0.29	5	12.82	8	20.51
Belgium	0.88	9	27.27	1	3.03	0.70	8	24.24	1	3.03
Denmark	-0.09	5	13.89	7	19.44	0.22	5	13.89	6	16.67
Finland	0.90	4	16.00	2	8.00	1.27	4	16.00	2	8.00
France	0.99	52	26.26	12	6.06	1.37	74	37.37	8	4.04
Germany	0.39	16	14.95	19	17.76	0.34	14	13.08	20	18.69
Ireland	0.43	9	9.68	5	5.38	0.71	12	12.90	4	4.30
Italy	1.49	16	34.78	1	2.17	1.38	16	34.78	0	0.00
Netherlands	2.27	10	32.26	0	0.00	1.02	6	19.35	4	12.90
Norway	0.44	1	10.00	0	0.00	1.11	3	30.00	0	0.00
Portugal	3.23	5	38.46	0	0.00	3.24	5	38.46	0	0.00
Spain	1.53	16	27.59	1	1.72	1.87	19	32.76	0	0.00
Sweden	1.42	6	26.09	0	0.00	0.84	5	21.74	1	4.35
Switzerland	-0.59	6	16.67	18	50.00	-0.43	8	22.22	16	44.44
United Kingdom	-1.14	3	8.11	13	35.14	0.67	9	24.32	4	10.81

Tabella 4: Home bias nei fondi d'investimento

Fonte: Maier e Scholz (2017) p.36

L'evoluzione del paradosso macroeconomico mostra un trend diminutivo, non solamente dovuto ad una combinazione di fattori tra cui indubbiamente lo sviluppo del mondo finanziario, il processo di integrazione finanziaria e alcuni provvedimenti d'integrazione a livello europeo. Permangono anche sotto questo aspetto differenze tra i singoli Stati, ma l'andamento complessivo mira alla riduzione del fatto in questione seppur la distanza da quelle che sarebbero le indicazioni della teoria classica di portafoglio sono considerevoli.

3.3 Evidenze a cavallo della crisi del 2008

In quello che è stato il trend dell'equity home bias nell'ultimo decennio, vi è un biennio in particolare su cui è bene soffermarsi in quanto di particolare interesse viste le sue dinamiche non proprio in linea con quanto previsto dalla teoria economica. Lo scoppio della crisi finanziaria alla fine del 2007 ha comportato un incremento sostanziale del livello di incertezza, nondimeno ha causato un drastico calo dei rendimenti dei portafogli e il costo di acquisizione delle informazioni in un clima di insicurezza del genere è indubbiamente

incrementato. La letteratura economica dell'equity home bias basata sui lavori relativi all'avversione verso l'ambiguità e al fattore familiarità condivide il principio secondo cui in presenza di maggiore incertezza, le scelte di portafoglio degli investitori debbano comportare un aumento del livello di tale puzzle finanziario. Infatti, mantenendo il criterio secondo cui i soggetti economici sono avversi al rischio, seguendo un ragionamento logico, in un clima di riduzione della propria ricchezza, di maggiori asimmetrie informative e fermo restando la presenza di costi per investire all'estero, ci si aspetta che gli operatori aumentino i propri possedimenti domestici. Inoltre, la maggior incertezza che ha caratterizzato i mesi successivi allo scoppio della crisi finanziaria avrebbe dovuto comportare, secondo quanto previsto dagli studi di Uppal e Wang (2002), una riduzione della porzione di azioni estere detenute dagli investitori.

Tuttavia, i dati del Fondo Monetario Internazionale (in particolare nel CPIS: Coordinated Portfolio Investment Survey) utilizzati da Wynter (2018) per costruire un campione globale dei possedimenti azionari di 45 Paesi presentano una realtà dei fatti differente, ossia nel periodo della crisi del 2008 il livello di home bias è mediamente incrementato. Negli Stati facenti parte del campione oggetto d'analisi il peso della componente estera dei portafogli ha registrato un incremento medio del 3.62%. C'è stata una diversa modalità d'incremento delle azioni estere tra Paesi industrializzati e Paesi in via di sviluppo. Gli investitori dei Paesi sviluppati hanno registrato un'aumento passivo (cambiamento rispetto una condizione di immobilità d'investimento) più significativo nella quota di azioni estere (più del 7%) in relazione ai Paesi emergenti (inferiore all'1%), ciò a dimostrazione del fatto che gli agenti economici delle regioni sviluppate hanno cercato di allocare più ricchezza oltre confine finendo con ottenere maggiori perdite sugli asset internazionali durante lo shock finanziario del 2008.

Il livello di possedimenti esteri in portafoglio non è comunque aumentato in tutti i 45 Paesi; in un quinto di questi si è verificata la situazione opposta, ossia un aumento dell'equity home bias. Wynter (2018) trova inoltre una forte evidenza del fatto che le operazioni d'investimento attive da parte degli individui sono state effettuate per compensare i cambiamenti passivi col fine di adoperare una sorta di ribilanciamento del portafoglio. Quanto emerge dalle conclusioni del ricercatore è che i tentativi di vendita di una quota delle attività straniere non è stata sufficiente a compensare le perdite incassate internamente e perciò la misura dell'equity home bias è risultata nell'80% dei casi in diminuzione.

Questa misura è stata impattata probabilmente dalla minor performance in termini di rendimento della Borsa europea rispetto ai mercati globali. Floreani e Habib (2017) calcolano, infatti, una riduzione della capitalizzazione di mercato della zona euro sulla capitalizzazione mondiale di circa quattro punti percentuali.

CAPITOLO 4: L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA E L'IMPATTO SULL'EQUITY HOME BIAS

In più di un'occasione nei paragrafi precedenti è stato menzionato implicitamente il processo di integrazione finanziaria. Analizzeremo in questo paragrafo che cosa si intende per integrazione finanziaria, quali sono le principali determinanti, che cambiamenti ha determinato nel mondo finanziario, quali sono alcuni strumenti di particolare rilievo nella lotta all'equity home bias (in particolare gli ETF) e quali sono state le ripercussioni su tale fenomeno macroeconomico.

4.1 Il processo di integrazione finanziaria

Il processo di integrazione finanziaria ha avuto inizio in corrispondenza dell'apertura e della liberalizzazione delle politiche economico-finanziarie a livello globale ed ha subito una drastica accelerazione con l'avvento di internet e delle successive applicazioni tecnologiche nel mondo della finanza. Nondimeno, soprattutto nella regione europea, un ulteriore grande stimolo all'avvicinamento finanziario tra Paesi si è avuto con la creazione della zona Euro nel 1999. Nell'ambito delle innovazioni ricade la tecnofinanza (fintech in inglese), settore in forte crescita e con potenzialità di sviluppo enormi. Banca d'Italia (2017) definisce fintech come "l'innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può concretizzarsi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, producendo un effetto determinante sui mercati finanziari, sulle istituzioni e sull'offerta di servizi". Essa infatti sta radicalmente cambiando il mondo finanziario; basti pensare alle numerosissime opportunità di effettuare operazioni semplicemente accedendo ad un'apposita app nel proprio smartphone. Si possono effettuare bonifici, scambiare denaro con degli amici in tempo reale, effettuare prelievi cardless allo sportello del bancomat e molto altro. Nel mondo degli investimenti finanziari si sono affermate novità come le criptovalute, le quali attirano verso di sé un ammontare sempre crescente di capitali, oppure i robo-advisor (servizi di consulenza automatizzati), il crowd-

funding, addirittura si stanno diffondendo programmi di trading automatizzato che una volta settati effettuano operazioni di compravendita di titoli, forex, criptovalute senza richiedere la presenza fisica davanti al computer da parte del soggetto investitore. La frontiera delle possibilità nell'ambito finanziario è dunque in costante espansione e ciò ha comportato una riduzione del costo di effettuare operazioni anche internazionalmente ed ha ampliato il paniere delle opportunità di guadagno.

Di fronte a questo ambiente vi sono alcune considerazioni da riportare. Se è vero che da un lato, investendo in attività collocate in svariati mercati finanziari esteri, un soggetto economico abbraccia quelli che sono i benefici derivanti dalla diversificazione internazionale, ossia una correlazione imperfetta tra i vari contesti finanziari e i conseguenti rendimenti differenziati dei mercati; dall'altro lato bisogna osservare quella che può essere una controindicazione causata dall'integrazione finanziaria.

Berben e Jos Jansen (2005) analizzando alcuni indici di mercato settimanali e una serie di indici industriali relativi al ventennio 1980-2000, hanno riscontrato passaggio del grado di correlazione tra i mercati Stati Uniti, Germani e Gran Bretagna dallo 0.3 al 0.65. Invece per altri Paesi come Giappone il grado di correlazione con il mercato degli altri Stati è rimasto invariato.

Nel complesso, si è registrato in quel periodo un graduale allineamento dell'andamento dei rendimenti dei vari mercati finanziari, guidato da fattori quali la maggiore velocità di comunicazione grazie alla nascita del web e dei dispositivi di telecomunicazione, del processo di liberalizzazione dei capitali con la riduzione dei controlli agli stessi e al crescente legame reciproco tra le diverse regioni del mondo.

Herrera, Salgado e Ortiz (2014) confermano questo trend, seppur riferendosi ad un territorio più delimitato (Paesi NAFTA). I dati da loro raccolti ribadiscono l'allentamento delle barriere transazionali ricadenti sulle operazioni finanziarie internazionali e la tendenza a convergere dei rendimenti dei mercati di capitali nazionali.

4.2 Effetto sull'equity home bias

Quale sono le ripercussioni dell'integrazione internazionale sul fenomeno dell'equity home bias? Prima di andare a dimostrare con i numeri la risposta a questa domanda, soffermiamoci su cosa prevedrebbe la letteratura. Teoricamente, in presenza di un'apertura finanziaria

maggiore, aumentano il numero e la qualità di opportunità per gli investitori locali di allocare parte delle proprie risorse finanziarie in strumenti azionari esteri con delle potenzialità di rendimento superiori a parità di rischio sostenuto. Questa possibilità di effettuare degli aggiustamenti nella composizione del proprio portafoglio finanziario dimostra come l'integrazione finanziaria consente di ridurre l'ammontare di titoli domestici detenuti da ciascun agente economico. Le conferme empiriche che arrivano da numerosi studi si riferiscono per lo più ai Paesi avanzati del mondo, tralasciando la realtà delle regioni più arretrate. Baele et al. (2007) ad esempio considerano uno scenario in cui viene ipotizzato un'estremo livello di integrazione economico-finanziaria. In queste condizioni le asimmetrie informative tra investitori di nazionalità diverse sono ridotte considerevolmente e ciò determina una contrazione dell'home bias che è maggiormente marcata nei Paesi finanziariamente più interconnessi. Altri autori quali Sorensen et al. (2007), Mondria e Wu (2010) hanno svolto delle ricerche su questo tipo di legame e in entrambe si giunge alla conclusione che la maggior interconnessione dei rischi a livello internazionale, assieme all'incremento del grado di apertura finanziaria comporta un minore bias domestico. Utilizzando il modello econometrico utilizzato da Park e Mercado Jr. (2014) osserviamo dalla seguente tabella come la misura di globalizzazione finanziaria "de facto" utilizzata nella regressione implica una significativa diminuzione della misura dell'equity home bias.

	$\Delta HB1$ (1)	$\Delta HB1$ (2)	$\Delta HB1$ (3)	$\Delta HB2$ (4)	$\Delta HB2$ (5)	$\Delta HB2$ (6)	$\Delta HB1$ (7)	$\Delta HB1$ (8)	$\Delta HB1$ (9)	$\Delta HB2$ (10)	$\Delta HB2$ (11)	$\Delta HB2$ (12)
Home Bias (t-1)	-0.0236 0.04	-0.0029 0.05	-0.0344 0.05	-0.2762* 0.09	-0.2975* 0.09	-0.2949* 0.09	-0.0237 0.04	-0.0033 0.05	-0.0352 0.09	-0.28* 0.09	-0.3058* 0.09	-0.3033* 0.09
Δ De Jure Global Financial Integration (t)	0.0128 0.01		0.0108 0.01	-0.0388 0.05		-0.0449 0.05	0.0124 0.01		0.0098 0.01	-0.0404 0.05		-0.0484 0.09
Δ De Facto Global Financial Integration (t)		0.0001 0.00	-0.0001*** 0.00		-0.0006* 0.00	-0.0006* 0.00		0.0001 0.00	-0.0002* 0.00		-0.0006* 0.00	-0.0484 0.05
Δ Stock Market Capitalization (t-1)	0.0001 0.00	-0.0001 0.00	-0.0001 0.00	0.0009** 0.00	0.0008** 0.00	0.0008** 0.00	0.0000 0.00	-0.0001 0.00	-0.0001 0.00	0.0009** 0.00	0.0007** 0.00	-0.0006* 0.00
Δ Bank Assets (t-1)	0.0176 0.02	0.0021 0.02	0.0172 0.02	0.1248 0.08	0.1270*** 0.07	0.1240 0.07	0.0187 0.02	0.0033 0.02	0.0192 0.02	0.1286 0.08	0.1340*** 0.07	0.0008** 0.00
Regulatory Quality Index (t-1)	-0.0137 0.01	-0.0134 0.00	-0.0118** 0.00	-0.0720** 0.03	-0.0639** 0.02	-0.0630** 0.02	-0.0140** 0.01	-0.0137* 0.00	-0.0122** 0.00	-0.0740** 0.03	-0.0671** 0.02	0.1310*** 0.07
Δ Real Forex Volatility LCU/USD (t-1)	-0.0117 0.04	-0.0249 0.04	0.0145 0.04	0.1601 0.19	0.2960 0.19	0.2626 0.18	-0.0208 0.04	-0.0318 0.04	-0.0013 0.04	0.1224 0.19	0.2371 0.19	0.1985 0.19
Δ Total Trade (t-1)							0.0002 0.00	0.00 0.00	0.0004 0.00	0.0009 0.00	0.0017 0.00	0.0017 0.00
constant	0.0229 0.04	0.0025 0.05	0.0339 0.05	0.2505** 0.09	0.2731* 0.09	0.2695* 0.09	0.0227 0.04	0.0027 0.05	0.0341 0.05	0.2531** 0.09	0.2793* 0.09	0.2757* 0.09
Number of observations	199 0.09	199 0.13	199 0.21	199 0.20	199 0.28	199 0.29	199 0.09	199 0.13	199 0.23	199 0.21	199 0.29	199 0.30

Note: Values in italics are robust standard errors; *, **, *** refer to 0.01, 0.05, and 0.10 level of significance respectively. Δ = first difference; $\Delta HB1$ = home bias using market capitalization ratios; $\Delta HB2$ = home bias using mean-variance approach. Specifications 2 and 8 are estimated using the first lag value of Δ de facto regional financial integration. The dependent variable refers to the change in home bias measures. Home bias measures for (1) to (3) and (7) to (9) use stock market capitalization ratios ($\Delta HB1$); while specifications (4) to (6) and (10) to (11) use mean-variance approach ($\Delta HB2$). Specifications (1), (4), (7), and (10) include *de jure* global financial integration as a regressor; estimations (2), (5), (8), and (11) use *de facto* global financial integration; while the rest incorporates both *de jure* and *de facto* measures. Specifications (1) to (6) exclude total trade, while (7) to (12) include total trade. Robust standard errors are used and reported in italics.

Tabella 5: Equity home bias (rispetto alle azioni globali)
Fonte: Park e Mercado Jr. (2014) p.15

Scorrendo le altre variabili, si può constatare che anche una maggiore qualità regolatrice ha un effetto diminutivo sul puzzle finanziario. Curioso osservare come anche lo stesso valore dell'home bias riferito all'anno precedente impatti negativamente sulla misura dell'anno successivo; in particolare è dimostrato come un livello di partenza di home bias più consistente comporta una diminuzione nel tempo più sensibile rispetto a una condizione di partenza più modesta. Con il segno opposto troviamo la crescita del mercato azionario domestico e le attività bancarie. Una maggiore capitalizzazione del mercato azionario domestico decreta un ventaglio di scelta più ampio per gli investitori locali che ricercheranno opportunità di diversificazione all'interno dei confini nazionali e perciò aumenteranno il livello dei titoli domestici presenti in portafoglio.

Fin qui sembrerebbe che non vi siano dubbi sulla bontà dell'integrazione finanziaria in termini di efficacia nel ridurre il fenomeno oggetto di questo elaborato. Uno studio più recente ha introdotto un limite a questa linearità del risultato. Mukherjee, Paul e Shaktar (2018), difatti, affermano che esiste una relazione a forma di U tra il grado di integrazione finanziaria e il livello di equity home bias. Essi non negano assolutamente che a seguito di una maggiore apertura finanziaria nel mondo, le opportunità di differenziazione internazionale del portafoglio aumentino, però segnalano un possibile effetto collaterale. In presenza di una sempre più crescente integrazione tra i mercati e di una convergenza della covarianza tra rendimenti azionari domestici e globali, il rischio è che le opportunità di differenziazione possano ridursi. Tutto ciò può spingere il soggetto economico ad affidarsi prevalentemente a titoli connazionali accrescendo nuovamente il grado di equity home bias.

Nelle loro computazioni misurano un coefficiente di integrazione finanziaria negativo, mentre quello relativo ai quadrati è positivo e ciò conferma questa loro teoria secondo cui l'integrazione finanziaria rappresenta un fattore di riduzione dell'home bias se contenuta entro certi parametri, mentre se siamo testimoni di un'eccessivo grado di interdipendenza dei mercati avremo un impatto negativo sulla diversificazione internazionale e pertanto dei maggiori livelli di questo bias finanziario.

4.3 Il ruolo degli ETF

Negli ultimi anni si è affacciata nel mercato una nuova categoria di strumenti finanziari che in breve tempo ha attirato un crescente numero di investitori e di capitali vista la molteplicità di vantaggi che essa è in grado di offrire: gli ETF (Exchange Traded Funds). Gli ETF sono fondi

comuni d'investimento (o Sicav) a gestione passiva negoziati in Borsa che prevedono la possibilità di replicare l'andamento di una vasta gamma di attività: indici (come l'S&P 500), asset class, specifici segmenti di mercato, regioni o settori ben definiti.

Il concetto di gestione passiva si differenzia dai classici fondi attivi (dove è il gestore che ha il potere di scegliere dove piazzare i propri fondi finanziari) per il semplice fatto che quando si seleziona un ETF si è già a conoscenza della classe di prodotti nella quale verranno investiti i propri risparmi e perciò il rendimento del fondo dipenderà essenzialmente dall'andamento dell'indicatore scelto e non delle abilità di gestione del gestore. Oltre a questo aspetto, gli ETF sono stati in grado di ritagliarsi una fetta sempre più ampia del mercato per una serie di vantaggi che li contraddistinguono: la semplicità di gestione, l'economicità, la trasparenza e la versatilità. Per il primo di questi abbiamo visto come la gestione passiva permetta all'agente economico di non dover intervenire nel fondo per effettuare aggiustamenti. Inoltre il tipo di politica di gestione "propria di tutti gli ETF e la quotazione in Borsa consentono agli ETF di abbattere i costi tipici della gestione attiva (team di analisti) e quelli legati alla distribuzione, garantendo agli investitori l'accesso a mercati e a strategie di investimento altrimenti difficilmente raggiungibili con commissioni di gestione così ridotte" (vedi borsaitaliana.it). Grazie alla struttura e all'elevato numero di titoli presenti all'interno di un ETF, si garantisce la possibilità di effettuare una strategia di diversificazione con un capitale ridotto che non sarebbe sufficiente ad aprire una posizione per ciascuna azione o indice. Infine, si può verificare in qualsiasi istante la quotazione dell'ETF e valutare l'effettuazione di un'operazione di acquisto o vendita della posizione grazie all'estrema liquidità di questa categoria di strumenti.

In sintesi, le possibilità di diversificare a livello internazionale ed a basso costo sono incrementate considerevolmente dalla nascita di questa tipologia di strumento nel 1993 per mano di Amex, e quotata in Italia a partire dal 2002. Questa categoria di tools finanziari si è più diffusa rapidamente e si è espansa a livello mondiale per mano sia degli investitori istituzionali, sia di quelli individuali. Riff e Yagil (2019) hanno constatato che gli investitori retail presentano un grado di equity home bias maggiore degli agenti istituzionali. Essi registrano come il rischio di portafoglio rimanga una variabile causale importante del fenomeno in questione. Ciò nonostante, portano avanti un'analisi che approfondisce le ripercussioni dell'adozione degli ETF sullo stesso paradosso finanziario. Altri autori tra cui

Huang e Lin (2011) rivendicano il fatto che l'uso di strumenti passivi come gli ETF siano efficaci nell'incrementare la diversificazione globale dei portafogli.

Scorrendo i numeri presenti nelle tabelle successive si può verificare la crescita sostanziale degli ETF nel decennio 2007-2017 e la progressiva riduzione dell'equity home bias. In dettaglio, in riferimento alla prima, la percentuale media di ETF, ETF azionari ed ETF stranieri detenuti sul totale del portafoglio è incrementata rispettivamente di 4.02, 2.62 e 1.66 punti percentuali. Dall'altro lato il livello di home bias azionario è passato dallo 0.84 del 2007 allo 0.58 di dieci anni dopo. Passando alla seconda osserviamo la variazione percentuale intercorsa negli anni sia in riferimento alle tre classi di ETF, sia al grado di home bias. L'incremento nell'impiego di ETF oscilla nell'intervallo tra 20% e 27% annuo a seconda della tipologia di riferimento, mentre la velocità di diminuzione del fenomeno dell'equity home bias è in media del 3.61%.

Years	ETF	SETF	SFETF	SFETF/FR	HBR
2007	0.55	0.55	0.25	2.91	0.84
2008	1.26	0.61	0.21	2.22	0.83
2009	1.69	0.85	0.20	1.69	0.79
2010	1.82	1.11	0.28	2.54	0.78
2011	2.08	1.35	0.42	3.47	0.75
2012	2.39	1.45	0.56	3.71	0.68
2013	3.11	2.05	0.89	5.70	0.65
2014	3.86	2.70	1.36	7.90	0.63
2015	4.32	3.08	1.78	9.05	0.60
2016	4.59	3.18	1.83	8.75	0.59
2017	4.57	3.17	1.91	8.97	0.58
Mean	2.75	1.83	0.88	5.17	0.70
N	120	120	120	120	120
STD	1.42	1.05	0.71	2.96	0.10
Min	0.55	0.55	0.20	1.69	0.58
Max	4.59	3.18	1.91	9.05	0.84

Notes

1. Data presented is terms of monthly percentage from 2007–2017.
2. ETF = ETFs holdings out of total portfolio equity holdings of domestic investors. SETF = foreign stock ETF holdings out of total portfolio equity holdings of domestic investors. SFETF = foreign stock ETFs holdings out of total equity holdings of domestic investors. SFETF/FR = ratio between the percentage of foreign stock ETFs holdings to the percentage of total foreign assets holdings. HBR = home bias ratio.
3. STD is the monthly standard deviation.

Tabella 6: L'uso di ETF e l'andamento dell'equity home bias, dati medi mensili 2007-2017 (%)

Fonte: Riff e Yagil (2019) 270

Years	ETF	SETF	SFETF	SFETF/FR	HBR
2008	129.41	11.22	-17.85	-23.64	-0.71
2009	33.99	39.90	-5.42	-23.99	-5.69
2010	8.00	30.50	41.97	50.15	-0.85
2011	14.02	21.58	51.84	36.75	-3.72
2012	15.28	7.22	32.05	6.79	-9.17
2013	30.04	41.27	58.06	53.60	-3.90
2014	23.88	31.43	53.63	38.72	-4.03
2015	12.14	14.12	30.47	14.55	-4.56
2016	6.13	3.50	3.23	-3.35	-1.28
2017	-0.42	-0.55	4.37	2.50	-2.20
Mean	27.25	20.02	25.23	15.21	-3.61
STD	37.46	15.14	27.21	28.55	2.58
Min	-0.42	-0.55	-17.85	-23.99	-9.17
Max	129.41	41.27	58.06	53.60	-0.71

Tabella 7: Variazioni dell'uso degli ETF e del livello di equity home bias, dati medi mensili 2007-2017 (%)

Fonte: Riff e Yagil (2019) 271

In conclusione al loro studio, Riff e Yagil (2019) misurano un coefficiente di correlazione negativo tra adozione degli ETF come strumento di diversificazione internazionale e grado di sovra-investimento domestico. Ciò conferma come un aumento dell'uso degli ETF permette di ridurre la quota di titoli domestici posseduti dagli agenti economici.

4.4 Esiste ancora l'equity home bias?

Alla luce dell'evoluzione drastica del mercato finanziario, della velocizzazione dei processi, della maggiore fruibilità delle informazioni, dello sviluppo e della nascita di nuovi strumenti finanziari attraverso i quali diversificare i portafogli, del crescente grado di interconnessione dei diversi mercati nazionali e della convergenza dei loro rendimenti, si può ancora considerare esistente il fenomeno dell'equity home bias? In che misura lo si deve ritenere negativo per gli investitori? È ancora così penetrante nella condotta del investitori? Può essere ritenuto innocuo se sotto certi parametri? Si arriverà mai a una condizione di perfetta diversificazione internazionale del portafoglio? Ecco una serie di domande a cui cerchiamo non di dare una risposta da considerare come una verità, ma attorno alle quali daremo una visione d'insieme su quello che potrebbe essere il futuro del fenomeno finanziario oggetto di studio.

È stato più volte segnalato nei paragrafi precedenti come i benefici della diversificazione internazionale siano stati enfatizzati nel corso degli ultimi decenni da parte degli economisti finanziari, i quali hanno dimostrato come tale pratica consenta di ridurre la volatilità del portafoglio, di ridurre il grado di correlazione presente tra i differenti asset e di migliorare le performance a parità di rischio sostenuto. Inoltre si è potuto osservare come sia avvenuta una sostanziale convergenza nel grado di correlazione tra rendimenti relativi a indici stranieri e portafogli prevalentemente domestici, dovuta a decise rimozioni di barriere all'investimento, cambiamenti normativi oltre che ad eventi economici e politici. Errunza, Hogan e Weihung (1999) indagarono la possibilità di un portafoglio diversificato a livello domestico di replicare le performance ottenute da un portafoglio internazionale, così da poter ribaltare la convinzione per cui sia indispensabile investire oltre confine per ottenere i vantaggi derivanti dalla diversificazione internazionale. Innanzitutto, un portafoglio diversificato viene definito come un portafoglio di attività domestiche fortemente correlato con un indice finanziario

straniero che funge da benchmark. Essi costruiscono una serie di portafogli differenziati basati su indici industriali statunitensi e raccolgono i dati nel periodo 1976-1993.

I risultati delle analisi suggeriscono e confermano la possibilità di emulare il rendimento di un indice di mercato estero tramite portafogli composti da titoli domestici seppur con qualche limite.

Per quanto concerne invece l'andamento dei guadagni possibili grazie alla diversificazione emergono dei chiari trend. La correlazione tra paesi emergenti registra una generale tendenza ad aumentare con il passare del tempo: dai dati che sono reperibili sempre dalle ricerche dei tre economisti sopra citati la media trasversale delle correlazioni è passata dallo 0.3 circa del 1976 ad oltre lo 0.53 del 1999. I Paesi in cui si è verificato il balzo più evidente si è avuto in Brasile, Messico, India e Thailandia. La crescente interconnessione nella remunerazione degli asset nel caso dei Paesi in via di sviluppo sta comportando per certi termini un assottigliamento delle potenzialità della strategia di diversificazione internazionale. Infatti, i Paesi meno sviluppati presentano ancora i più alti livelli di equity home bias e questo può essere in parte legato alla condizione per cui le opportunità di sfruttare l'allocazione di risorse finanziarie oltre confine per bilanciare i rischi e ridurre le correlazioni tra le varie posizioni stanno diminuendo a causa dell'avanzare inesorabile del processo di integrazione finanziaria globale.

Tale condizione sembra valere anche per le nazioni avanzate. Negli Usa, la diffusione di molteplici ADR (American Depositary Receipt: titoli negoziabili che rappresentano i titoli di una società e opera nei mercati finanziari statunitensi), di grossi investimenti transnazionali da parte delle multinazionali con sede nel suolo americano e la facoltà di investire negli svariati indici MSCI hanno influito anch'essi sul declino dei vantaggi della strategia di diversificazione su scala mondiale.

Ma quale è statisticamente l'evoluzione del grado di diversificazione internazionale? Perché se da un lato viene segnalato il rischio che le potenzialità di questa strategia siano destinate ad essere progressivamente erose, dall'altro finché rimangono non è sensato farsele sfuggire. Alcuni studiosi analizzando quali sono le determinanti che più hanno un'incidenza empiricamente verificabile sulla diversificazione internazionale giungono a concludere come la strada verso la riduzione del fenomeno dell'equity home bias sia destinata a continuare

nella stessa direzione. Nello specifico Amadi (2004) sviluppa una regressione composta da una serie di variabili tra cui la percentuale di capitalizzazione mondiale, lo scostamento tra rendimenti annuali dei mercati locali e mondiali, la percentuale di società quotate nel mercato domestico, la percentuale di utenti di internet ed infine la percentuale di azioni relative ai mercati emergenti per approfondirne la presenza ed eventualmente la natura della correlazione con l'entità della diversificazione finanziaria globale nell'intervallo 1980-2001.

Il primo dei regressori elencati appare non essere significativo. La differenza di performance annuali tra mercato domestico e mondiale è un fattore significativo dal segno negativo, come da aspettative, in quanto nel caso in cui il mercato nazionale abbia performance inferiori al mercato globale, allora l'incentivo degli agenti economici è quello di affidarsi ad asset stranieri per sfruttare suddetta fonte di maggiore profitto. Numericamente si tratta di un effetto ridotto in quanto una performance dell'1% superiore al mercato domestico si traduce in un incremento della diversificazione dello 0.04%. Passando al coefficiente riferito alla misura delle società internazionali quotate nella Borsa nazionale si ha che non risulta esservi alcun effetto degno di nota.

I successivi 2 fattori (utenti di internet, volume dei mercati emergenti) permettono alla regressione di raddoppiare la propria efficacia nell'esplicitare il fenomeno della diversificazione internazionale. Nello specifico, l'avvento di internet e la crescita esponenziale delle utenze ha portato degli innumerevoli vantaggi nel mondo finanziario. Stando alle misurazioni di Amadi (2004), un'incremento dell'1% del numero di utenti di internet determina un'aumento dello 0.4% del livello di diversificazione. Vi sono state alcune affermazioni secondo cui internet ha incrementato la disponibilità e la volontà dei soggetti economici ad affacciarsi al mondo degli investimenti nel loro complesso, ciò non toglie la validità dell'osservazione di questo studio. Procedendo con l'elemento connesso alla crescita dei mercati dei Paesi emergenti si registra un aumento dello 0.3% del grado di diversificazione per ogni punto percentuale di crescita di questi mercati.

Aggiungendo i dati relativi ai fondi comuni d'investimento i risultati sopra elencati non cambiano di molto. Il coefficiente legato alla presenza di fondi comuni di investimento ha anch'esso un segno positivo ad indicare come l'incremento del peso di tali bacini d'investimento comporti un incremento della facilità con cui si può diversificare a livello mondiale e della misura di quest'ultima.

Come si può apprendere dalla successiva raffigurazione relativa al periodo 1992-2001 i fattori trainanti nella diversificazione internazionale sono stati internet e i fondi comuni di investimento. Per il primo i valori oscillano tra lo 0.35 e lo 0.40 e ciò ad indicare come l'aumento dell'1% delle utenze di internet determini un incremento del grado di diversificazione tra lo 0.35% e lo 0.40% per l'appunto. Riferendosi invece al secondo abbiamo un incremento della differenziazione del portafoglio che arriva fino allo 0.86% per ogni punto percentuale aggiuntivo di crescita dei fondi d'investimento.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
SWCAP	0.713 (1.35)	0.070 (0.14)	-0.835 (-1.31)	-0.775 (-1.51)	-1.310 (-2.74)***	-1.315 (-2.75)***	-1.315 (-2.74)***
RTNDIFF	-0.029 (-0.75)	-0.011 (-0.33)	-0.007 (-0.22)	-0.006 (-0.21)	-0.005 (-0.18)	-0.006 (0.21)	0.005 (0.19)
PFFL	-0.472 (-3.68)***	-0.018 (-1.52)	-0.087 (-1.05)	-0.083 (-0.76)	-0.066 (-0.66)	-0.061 (-0.60)	-0.064 (-0.64)
Openness		1.321 (7.02)***	0.579 (2.41)**	0.615 (2.46)**	0.148 (0.71)	0.235 (0.87)	0.200 (0.73)
Internet			0.364 (4.46)***	0.375 (4.45)***	0.353 (4.61)***	0.401 (4.06)***	0.385 (3.64)***
EMCAP				0.261 (0.57)	0.634 (1.49)	0.558 (1.28)	0.589 (1.34)
MFCAP					0.855 (4.88)***	0.884 (4.92)***	0.870 (4.86)***
Time						-0.425 (-0.77)	
Time Sq.							-0.007 (-0.43)
Intercept	-13.445 (-0.59)	-5.155 (-0.25)	34.022 (1.64)	28.265 (1.22)	40.431 (1.90)*	46.207 (2.05)**	41.847 (1.94)*
R Sq.	0.682	0.780	0.814	0.815	0.848	0.849	0.849
N	126	125	125	125	125	125	125

Tabella 7: Diversificazione internazionale dei portafogli: 1992-2001
Fonte: Amadi (2004) p.37

Dopo queste considerazioni cosa possiamo concludere sull'equity home bias? Si tratta di un paradosso di elevata complessità e le cui determinanti appartenenti alle diverse categorie non sono in grado se prese singolarmente di esplicitare le ragioni per cui si verifica tale bias macroeconomico. Scorrendo la vastissima letteratura che vi ruota attorno non si riesce a giungere ad una conclusione unitaria in quanto la moltitudine e la specificità dei modelli econometrici utilizzati di volta in volta non permettono di poter confrontare in toto le osservazioni in quanto sarebbe necessario evidenziare come le diverse conclusioni siano

fornite sulla base di indagini mirate. Inoltre, si aggiunge la discriminante della provenienza dei dati, ossia fonti diverse oltre che differenti riferimenti geografici e intervalli temporali. Di sicuro vi è solamente l'evidenza diffusa di come il livello di sovra-investimenti domestico sia nel corso degli scorsi decenni andato diminuendo e il motore primario di questo trend siano stati gli effetti determinati dall'integrazione finanziaria. Come sostiene infatti Ben Johnson, direttore della ricerca globale in ETF della Morningstar, società di analisi e di consulenza finanziaria, le motivazioni come la presenza di costi informativi e di costi transazionali non reggono più e sono destinati a ridursi sempre di più. Il mondo finanziario si sta appiattendo e il costo per investire oltre i confini nazionali è quasi azzerato, dunque non esistono più delle scuse per gli agenti economici per non investire all'estero sebbene nell'orizzonte futuro vi è la possibile minaccia di un'eccessiva interconnessione dei mercati che potrebbe generare una condizione per cui la diversificazione internazionale diventerebbe meno vantaggiosa.

CONCLUSIONI

In questo elaborato si è tentato di testimoniare l'esistenza e le caratteristiche principali del fenomeno dell'equity home bias, particolare paradosso macroeconomico diffuso a livello globale, nonché la sua diversa presenza ed intensità a livello mondiale distinguendo in più di qualche considerazione tra Paesi sviluppati e Paesi emergenti. Si è fornita una panoramica di quelle che sono le diverse categorie di determinanti che contribuiscono alla sua manifestazione, dedicando un approfondimento particolare alle cause di natura economica legate alla presenza di costi transazionali e alla loro evoluzione nel tempo. Proprio in quest'ottica si è inserito il tema principale di analisi ossia il ruolo dell'integrazione finanziaria e l'impatto che essa ha avuto sull'equity home bias.

Si sono esplicate le caratteristiche di tale processo in continua evoluzione e le ripercussioni che esso ha avuto e sta avendo nel mondo della finanza, tra innovazioni e nuove opportunità di profitto. Essa, infatti, è stata il principale motore della diminuzione del fenomeno dell'home bias, grazie alla riduzione delle barriere internazionali all'investimento e alla riduzione dei costi associati alle operazioni oltre confine. Oggigiorno, la presenza di costi per diversificare a livello internazionale è quasi annullata. In parallelo, la diffusione di nuovi strumenti, quali gli ETF, la facilità di reperire le informazioni e i nuovi orizzonti geografici dei mercati non possono che spingere l'investitore nella direzione di una crescente diversificazione del proprio portafoglio a livello globale. L'unico ostacolo alla progressiva diminuzione del bias finanziario è la possibilità che un'eccessivo grado di integrazione finanziaria tra i mercati mondiali determini un assottigliamento dei benefici derivanti dalla diversificazione.

BIBLIOGRAFIA

- ALDERIGHI, S., CLEARY, S., VARANASI, P., (2019). “Do Institutional factors influence cross-border portfolio equity flows? New evidence from emerging markets”. *Journal of international money and finance*, Vol.99.
- AMADI, A. A. (2004). “Equity home bias: A disappearing phenomenon?”. *SSRN Electronic Journal*.
- ARDALAN, K., (2019). “Equity home bias: a review essay”. *Journal of Economic Surveys*, Vol. 33, No. 3, pp. 949–967
- ASNESS, C. S., ISRAELOV, R., LIEW, J. M., (2011). “International Diversification Works (Eventually)”. *Financial Analysts Journal*, vol. 67, no. 3, pp. 24–38.
- BAILEY, WARREN, et al., (2008). “Foreign Investments of U.S. Individual Investors: Causes and Consequences”. *Management Science*, vol. 54, no. 3, pp. 443–459.
- BALTA, N., DELGADO, J., (Marzo 2009). “Home Bias and Market Integration in the EU”. *CESifo Economic Studies*, Volume 55, Issue 1, Pages 110–144.
- BASCHIERI, G., CAROSI, A., MENGOLI S., (2010). “Home sweet home: analisi dei local home bias nei fondi comuni italiani”. *Banche e Banchieri*.
- BAXTER, M., JERMANN, U. J., (Marzo 1997). “The international diversification puzzle is worse than you think”. *The American Economic Review*, vol.87, N°1 pp.170-180.
- BERBEN, R. P., JOS JANSEN, W. (2005). “Comovement in International equity market: a sectoral view”. *Journal of International Money and Finance*, 24(5): 832-857.
- CASTELLARIN, R., (5/06/2019). “Solo il 25% del debito è in mano a investitori esteri”. *[online]*. Disponibile su <https://www.milanofinanza.it/news/solo-il-25-del-debito-e-in-mano-a-investitori-esteri-201806051042109041>
- CHAN, COVRIG, NG, (Giugno 2005). “What determines the domestic bias and the foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide”. *The Journal of Finance*, vol.60, n°3.
- COEURDACIER, GOURINCHAS, (2016). “When bonds matter: home bias in goods and assets”. *Journal of Monetary Economics* 82 119-137.
- COEURDACIER, KOLLMANN, MARTIN, (19 Dicembre 2008). “International portfolios, capital accumulation and foreign assets dynamics”. Disponibile su https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-seminari/2009/Coeurdacier-Kollmann-Martin_20012009.pdf
- COEURDACIER, N., REY, H., (2012). “Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics”. *Journal of Economic Literature*, 51(1), 63–115.
- COOPER, I., SERCU, P., VANPÈE, R., (2013). “The Equity Home Bias Puzzle: A Survey”. *Foundations and Trends® in Finance*, Vol. 7: No. 4, pp 289-416.
- COOPER, I., SERCU, P., VANPÈE, R., (Luglio 2018). “A Measure of Pure Home Bias”. *Review of Finance*, Volume 22, Issue 4, Pages 1469–1514.

- CORICELLI, G., MARTELLI, D., (2020). “Neurofinanza. Le basi neuronali delle scelte finanziarie”. *Egea*.
- COVAL, MOSKOWITZ, (1999). “Home Bias at home: local equity preferences in domestic portfolios”. *Journal of Finance* 54(6), 2045– 2073.
- DIMMOCK, S. G. et al. (2013). “Ambiguity aversion and household portfolio choice: empirical evidence”. *Nber Working Paper n°18743*. Disponibile su <http://www.nber.org/papers/w18743>
- DOMOWITZ, GLEN, MADHAVAN, (2001). “Liquidity, volatility and equity trading across countries and over time”. *International Finance* 4:2, pp.221-255.
- DZIUDA, WIOLETTA, MONDRIA, (2012). “Asymmetric Information, Portfolio Managers, and Home Bias”. *The Review of Financial Studies*, vol. 25, no. 7, pp. 2109–2154.
- ERRUNZA, HOGAN, HUNG, (Dicembre 1999). “Can the gains from international diversification be achieved without trading abroad?”. *The Journal of Finance*, vol.54, n°6.
- FRENCH, R. K., POTERBA, M. J., (1991). “Investor diversification and international equity markets”. *The American Economic Review*, Vol.81, n°2, *Papers and Proceedings of the 103rd annual meeting of the American Economic Association* pp.222-226
- FLOREANI, A. V., HABIB, M. M., (2018). “The euro area bias and the role of financial centres”. *International Journal of Finance and Economics*, 23 233–256.
- GEHRIG, T., (1993). “An Information Based Explanation of the Domestic Bias in International Equity Investment”. *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 95, no. 1, pp. 97–109.
- GERANIO, M., LAZZARI, V., (Ottobre 2019). “Stress testing the equity bias: a turnover analysis of Eurozone markets”. *Journal of international money and finance Vol.97*, Pages 70-85
- GRAHAM, J. R., HARVEY, R. C., HUANG, H., (2009). “Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias”. *Management Science*, vol. 55, no. 7, pp. 1094–1106.
- HERRERA, SALGADO, ORTIZ, (2014). “Interdependence of NAFTA capital markets: a minimum variance portfolio approach”. *Panaeconomicus* 6, pp.691-707.
- HUANG, M. Y., LIN, J. B., (2011). “Do ETFs provide effective international diversification?”. *Research in International Business and Finance*, 25(3), 335-344.
- HUBERMANN, G., (2001). “Familiarity breeds investment”. *The Review of Financial Studies*, Vol.14, Issue 3, Pages 659-680.
- IWAMI, T., (Novembre 2017). “L'esperienza del Giappone nel sistema di Bretton Woods: controlli sui capitali e tassi di cambio fissi”. *Moneta e Credito*, [S.I.], v. 45, n. 180.
- JOHNSON, B., (7/06/2019). “Investors have fewer reasons than ever for home bias”. *Morningstar* [online]. Disponibile su <https://www.morningstar.com/articles/932399/investors-have-fewer-reasons-than-ever-for-home-bias>
- KAROLYI, A. G., (Ottobre 2016). “Home Bias, an Academic Puzzle”. *Review of Finance*, Volume 20, Issue 6, Pages 2049–2078.

- KE, DONGMIN, et al., (2010). “Home Bias in Foreign Investment Decisions”. *Journal of International Business Studies*, vol. 41, no. 6, pp. 960–979.
- KWABI, F. O., THAPA, C., PAUDYAL, K. et al, (2020). “Suboptimal international equity portfolio diversification and stock market development”. *Review of quantitative finance and accounting*, 54, 389–412.
- LEVY, H., (Agosto 2017). “What is the economic cost of the investment home bias?” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 49, No. 5.
- LO CONTE, M., (13/10/2018). “L’irrazionalità dell’autarchia finanziaria”. *Il Sole 24 Ore-Plus24* [online]. Pag.19. Disponibile su <http://bdprof.ilsole24ore.com/MGRBD24/Default.aspx#469>
- LO CONTE, M., (24/12/2016). “L’home bias involontario degli italiani”. *Il Sole 24 Ore-Plus24* [online], Pag.12. Disponibile su <http://bdprof.ilsole24ore.com/MGRBD24/Default.aspx#386>
- LO CONTE, M., (25/3/2017). “L’home bias e le insidie per i portafogli”. *Il Sole 24 Ore-Plus24* [online], Pag.23. Disponibile su <http://bdprof.ilsole24ore.com/MGRBD24/Default.aspx#372>
- LO CONTE, M., (28/5/2016). “Se l’home bias è una potente calamita”. *Il Sole 24 Ore-Plus24* [online], Pag.21. Disponibile su <http://bdprof.ilsole24ore.com/MGRBD24/Default.aspx#330>
- MAGI, A., (Giugno 2017). “Razionalità limitata, scelte di portafoglio e investimento azionario estero”, *Moneta e Credito*, val. LX, n. 238, pp. 141-71.
- MAIER, M., SCHOLZ, H., (14/01/2017). “A return-based approach to identify home bias of European equity funds” [online]. Disponibile su https://efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2017-Athens/papers/EFMA2017_0312_fullpaper.pdf
- MISHRA, RATTI, (2013). “Home bias and cross border taxation”. *Journal of International Money and Finance*, 32, 169-193.
- MONDRIA, J., WU, T., (2010). “The puzzling evolution of the home bias, information processing and financial openness”. *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol.34, issue 5, 875-896.
- MUKHERJEE, R., PAUL, S., SHANKAR, S., (2016). “Equity Home bias – a global perspective from the shrunk frontier”, *School of Economics Working Paper No.2, School of Economics, The University of the South Pacific, Suva*.
- MUSHTAQ, R., & ZULFIQAR, A. S. S., (2014). “International Portfolio Diversification: United States and South Asian Equity Markets”. *Panoeconomicus*, 61(2), 241-252.
- NISPI, V., SCHIAVONE, A., (Novembre 2018). “The effectiveness of capital controls”. *Temì di discussione Banca d’Italia* (n°1200).
- OBSTFELD, M., ROGOFF, K., (2001). “The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?”. *NBER Macroeconomics Annual*.
- PARK, C. Y., MERCADO JR., R. V., (Maggio 2014). “Equity home bias, financial integration, and regulatory reforms: implications for emerging Asia”. *ADB Working paper series on regional economic integration*, N°133.

PIELICHATA, PAULINA, (9/17/2018). “European DC sponsors want to reduce home bias in equity”. *Pensions & Investments*. Vol. 46 Issue 19, p0004-0004. 1p.

RIFF, S., YAGIL, J., (2019). “The driving forces behind the home bias phenomenon: Evidence from Israel”. *Investment Analysts Journal*, 48:4, 263-277.

SORENSEN, B., et al (2007). “Home bias and international risk sharing: twin puzzles separated at birth”. *Journal of International Money and Finance*, vol.26, issue 4, 587-605.

TANZI, V., COELHO, I., (1991). “Barriers to Foreign Investment in the U. S. and Other Nations”. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 516, pp. 154–168.

TESAR, L. L., WERNER, M. I., (1995). “Home bias and high turnover”. *Journal of International Money and Finance*, Vol.14, N°4, pp.467-492.

UPPAL, R., (1992). “The economic determinants of the home country bias in investors’ portfolios: a survey”. *Journal of International Financial Management and Accounting*.

UPPAL, R., WANG, T., (2002). “Model misspecification and under-diversification”. *C.E.P.R. Discussion Papers*.

WYNTER, M. M., (2019) “Why did the equity home bias fall during the financial panic of 2008?”. *The World Economy*, 42:1343–1372.

SITOGRAFIA

“Cos’è un ETF?”. *Borsa italiana [online]*. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf.htm>

“Errori e trappole comportamentali”. *Consob [online]*. Disponibile su <http://www.consob.it/web/investor-education/errori-e-trappole-comportamentali>

“Fintech in Italia: Indagine conoscitiva sull’adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari”. (2017). *Banca d’Italia [online]*. Disponibile su https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/stat-banche-intermediari/Fintech_in_Italia_2017.pdf