

Le Fonds obligataire Asie ABF2 : enseignements pour l'ouverture des marchés¹

Les banques centrales de l'Est asiatique et du Pacifique ont créé un fonds pour réduire les entraves au fonctionnement de huit marchés locaux et ont mis en place des incitations à poursuivre dans cette voie.

JEL : E440, G150, G160, G180, O160.

Depuis la crise asiatique de 1997, les marchés d'obligations en monnaie locale de la région ont connu une rapide expansion ; malgré tout, ils ne semblent pas encore jouer pleinement leur fonction d'intermédiation entre épargnants et emprunteurs. En Asie, les résidents placent surtout en titres étrangers à faible rendement et les non-résidents en actifs régionaux à haut rendement. Si certains de ces flux correspondent à une diversification de portefeuille, la tendance générale indique qu'une bonne partie de l'intermédiation financière s'effectue à l'étranger. Pour rapatrier cette activité, les autorités d'Asie jugent nécessaire de développer la profondeur et la liquidité des marchés d'obligations en monnaie locale.

Cette perception s'est concrétisée par divers projets de coopération régionale. Nous examinons l'une de ces initiatives, dont la particularité a été de créer un fonds obligataire – Asian Bond Fund 2 (ABF2) –, faisant appel à des apports des parties concernées. À son origine se trouve le groupe régional de banques centrales EMEAP (Executives' Meeting of East Asia and Pacific)². Nous montrons que ces efforts de réforme ont largement tiré parti de cette action concrète.

Dans un premier temps, nous passons en revue l'évolution récente des marchés d'obligations en monnaie locale de l'Est asiatique et recensons les principaux obstacles à leur fonctionnement. Nous décrivons ensuite la structure et les caractéristiques d'ABF2 dans le contexte des diverses initiatives

¹ Nous remercions Claudio Borio, Norman Chan, Guy Debelle, Már Gudmundsson, Robert McCauley, Frank Packer, Sakkapopp Panyanukul, Ramona Santiago, Atsushi Takeuchi, Philip Wooldridge et Sunny Yung pour la pertinence de leurs analyses. Les points de vue exprimés ici sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

² L'EMEAP regroupe onze banques centrales et autorités monétaires des économies suivantes : Australie, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Indonésie, Japon, Malaysia, Nouvelle-Zélande, Philippines, Singapour et Thaïlande.

régionales dans ce domaine. Enfin, nous commentons l'apport du projet ABF2 à la réforme de la réglementation de ces marchés, en montrant comment certains obstacles ont pu ainsi être atténués, et analysons le mécanisme incitatif mis en place en vue de poursuivre dans cette voie.

Les marchés d'obligations en monnaie locale de l'Est asiatique

Au lendemain de la crise asiatique de 1997, on a d'abord craint que les résidents d'Asie ne soient contraints d'emprunter en devises, en l'absence de marchés matures en monnaie locale, ce qui rendait leurs économies plus vulnérables à une attaque spéculative sur les monnaies. Depuis, cependant, les réserves de change officielles de la région ont atteint de tels niveaux que l'éventualité d'une nouvelle crise monétaire n'est plus une préoccupation immédiate. Ce qui intéresse davantage les autorités, c'est de savoir si cette accumulation pouvait traduire une inefficience de l'intermédiation locale, le rendement de ces réserves étant bien inférieur aux intérêts sur les emprunts à l'étranger.

La crise asiatique est oubliée...

McCauley (2003) a analysé la tendance générale des mouvements bruts de capitaux observés depuis la crise ; en fait, les Asiatiques ont opté pour des actifs étrangers à faible rendement et les non-résidents ont obtenu des rémunérations supérieures sur les marchés de la région. En d'autres termes, l'épargne de l'Asie part à l'étranger et y revient sous forme d'investissements. Ce sont donc les marchés financiers plus développés d'Europe et d'Amérique du Nord qui effectuent l'intermédiation. En principe, ces opérations devraient être exécutées sur place, étant donné l'importance de l'information locale. Cette situation intrigue les autorités asiatiques : si les marchés d'obligations en monnaie locale jouaient leur rôle dans la région, serait-il possible de retenir cette intermédiation et, ce faisant, de soulager les économies en diminuant le coût des emprunts ?

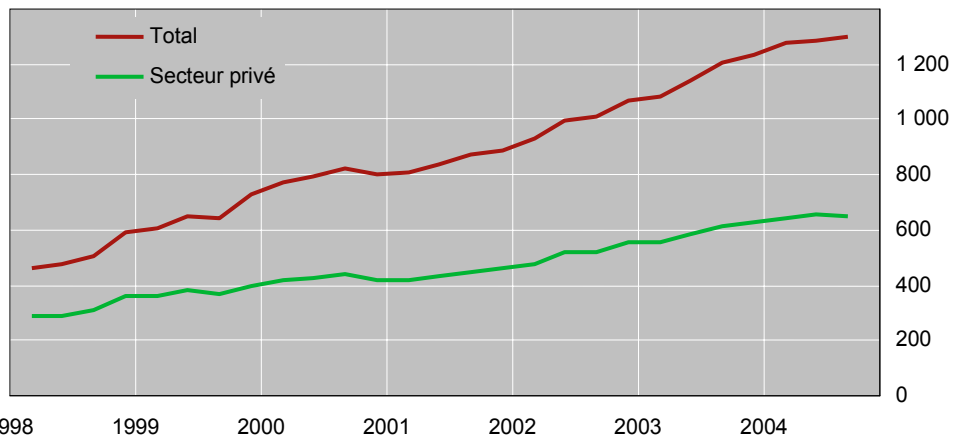
La crise asiatique a indirectement contribué, par ses répercussions économiques, au développement des marchés d'obligations en monnaie locale dans la région. Du fait de la contraction de l'activité, les autorités ont été confrontées à des déficits budgétaires. Elles avaient besoin d'apports massifs de capitaux pour procéder à une restructuration de grande ampleur du secteur bancaire. Elles se sont efforcées, cette fois, de réduire leurs emprunts à l'étranger, en sollicitant plutôt leurs marchés en monnaie locale, ce qui explique le quasi-triplement depuis 1998 de l'encours total de la dette intérieure des pays de l'Est asiatique hors Japon (graphique 1)³. Ainsi, dans la mesure où l'effet de volume favorise l'expansion, la crise asiatique a joué un rôle dans le développement des marchés d'obligations en monnaie locale de la région.

...mais elle a joué un rôle

³ Pour une analyse de l'évolution des marchés obligataires depuis la crise de 1997, voir CSFM (1999), McCauley et Remolona (2000), Jiang et McCauley (2004), Battellino (2004) et Sheng (2005).

Est asiatique : encours de titres de dette domestiques¹

En milliards de dollars EU



¹ Marchés obligataires des huit membres de l'EMEAP : Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande.

Source : BRI.

Graphique 1

Toutefois, d'autres facteurs continuent d'entraver, semble-t-il, l'essor de ces marchés locaux. Si les marchés primaires ont été avantagés par l'abondance des émissions, les marchés secondaires souffrent toujours d'un manque de liquidité. Divers obstacles subsistent, à la fois transfrontières et locaux. Les premiers ont été recensés par Takeuchi (2004) et, pour la plupart, décrits abondamment dans les études sur les contrôles des capitaux. En revanche, les obstacles locaux ont été relativement moins bien perçus et n'ont donc pas bénéficié d'une attention suffisante.

Des obstacles
transfrontières...

Les contrôles des capitaux comportent généralement l'impossibilité pour les non-résidents d'effectuer des placements ou de rapatrier leur capital ou les revenus correspondants, en raison des restrictions sur la conversion des monnaies et d'autres interdictions et entraves réglementaires frappant émetteurs et investisseurs. Il apparaît que de tels contrôles sont toujours en vigueur en Asie. Ma et McCauley (2004) montrent, par exemple, que les opérations d'arbitrage sont encore insuffisantes pour égaliser les rendements intérieurs et extérieurs sur divers marchés monétaires.

...et locaux

Les obstacles locaux peuvent revêtir différentes formes : mesures fiscales, manque de développement du marché et inadéquation de l'infrastructure de compensation et de règlement. Les retenues à la source et taxes sur l'activité financière représentent des coûts importants sur certains marchés pour les non-résidents ; ces derniers en sont parfois exonérés, dans plusieurs pays membres de l'EMEAP, pour quelques instruments seulement. Le sous-développement du marché obligataire, caractérisé par un éventail trop restreint d'investisseurs, d'émetteurs et de produits, nuit à la liquidité. Selon Jiang et McCauley (2004), des éléments tels que volume d'opérations, diversité des investisseurs et offre d'instruments de couverture manquent encore pour que les marchés asiatiques disposent d'une profondeur et d'une liquidité adéquates. Des insuffisances en matière de conservation, de

compensation et de règlement freinent également l'expansion de l'obligataire. Sur la plupart de ces marchés d'Asie, il reste difficile, voire impossible, de compenser et de régler des opérations transfrontières sur obligations.

Le projet ABF2 : une initiative de coopération régionale

Plusieurs efforts de coopération régionale ont été mis en œuvre pour développer les marchés obligataires nationaux de l'Est asiatique. Il s'agissait plus précisément de supprimer les obstacles à la fois locaux et transfrontières et d'ouvrir ainsi les marchés aux investissements de portefeuille étrangers. Une seule de ces initiatives, ABF2, consiste en fait à créer des fonds pour investir sur les marchés en monnaie locale. Nous estimons que cette approche inhabituelle, qui fait découvrir par la pratique les obstacles à surmonter, constitue un outil efficace pour réformer la réglementation. En principe, le secteur privé aurait pu aussi militer en faveur des réformes en tant que promoteur de fonds de placement. Cependant, il est de l'intérêt général de moderniser les marchés, étant donné qu'un grand nombre d'investisseurs en profitent. Individuellement, l'investisseur ne tient pas à financer une campagne en ce sens, car il ne pourra pas en exploiter seul le bénéfice.

Initiatives de coopération régionale en Asie

Au moins trois grandes organisations intergouvernementales s'emploient à développer l'activité financière dans la région (Battellino (2004)). L'APEC⁴ est à l'origine d'une initiative en faveur de la titrisation et des garanties de crédit. L'ANASE élargie⁵ a constitué six groupes de travail chargés d'examiner un grand éventail de questions relatives aux marchés obligataires. Enfin, les banques centrales de l'EMEAP ont créé les Fonds obligataires Asie (ABF).

Trois organisations régionales...

Ces trois initiatives sont complémentaires. Ainsi, dans le cadre du projet ANASE+3, trois pays ont autorisé les institutions multilatérales de développement à émettre des obligations en monnaie locale ; la Banque asiatique de développement (BAsD), la Société financière internationale (SFI) et la Banque mondiale ont déjà proposé des obligations en ringgits malaisiens⁶. La BAsD a également procédé à des lancements en bahts thaïlandais et prévoit de mettre en circulation des titres en pesos philippins et en renminbis chinois. Tandis que ces opérations alimentent l'offre d'obligations sur les marchés locaux, le projet ABF2 stimule la demande.

...des initiatives complémentaires...

⁴ Organisation de coopération économique Asie-Pacifique : Australie, Brunei, Canada, Chili, Chine, Corée, États-Unis, Hong-Kong RAS, Indonésie, Japon, Malaysia, Mexique, Nouvelle-Zélande, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Pérou, Philippines, Russie, Singapour, Taïwan (Chine), Thaïlande et Vietnam.

⁵ Association des Nations de l'Asie du Sud-Est : Brunei, Cambodge, Indonésie, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapour, Thaïlande et Vietnam. L'ANASE élargie comprend Chine, Corée et Japon.

⁶ Trois émissions d'obligations supranationales en ringgits ont été réalisées en Malaysia depuis fin 2004 : BAsD (MYR 400 millions), SFI (MYR 500 millions) et Banque mondiale (MYR 760 millions). En 2005, la BAsD a procédé à une émission en bahts en Thaïlande (THB 4 milliards).

...et deux fonds obligataires

Les projets ABF constituent une première : jamais une organisation régionale n'avait affecté des ressources financières à la création de fonds obligataires en Asie. En juin 2003, les banques centrales de l'EMEAP ont constitué le Fonds obligataire Asie 1 (ABF1), mobilisant \$1 milliard de réserves de change des onze banques centrales, pour les investir en obligations en dollars EU émises par des emprunteurs souverains et quasi souverains de huit économies membres⁷ ; il s'agit du premier regroupement de réserves de change en Asie. L'EMEAP vient de lancer le Fonds obligataire Asie 2 (ABF2), pour un montant de \$2 milliards provenant des réserves des banques centrales membres, qui permettra d'acquérir des titres en monnaie locale des mêmes émetteurs⁸.

ABF2 : concertation et apprentissage par la pratique

Comme on l'a mentionné, ABF2 se distingue des autres initiatives en ce sens qu'elle comporte la création d'un fonds obligataire en monnaie locale ; ABF1 est limité à des titres en dollars, principalement négociés sur les marchés internationaux plus développés. Le premier fonds était néanmoins important, car il offrait aux banques centrales de l'EMEAP l'opportunité d'œuvrer ensemble à promouvoir la confiance, pour renforcer la coopération et poursuivre le développement des marchés financiers de la région.

Neuf fonds distincts...

ABF2 regroupe en fait neuf fonds : le Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF) et huit fonds monomarchés (diagramme 1). Le PAIF est un fonds indiciaire qui investit dans les obligations d'emprunteurs souverains et quasi souverains émises en monnaie locale sur les huit marchés de l'EMEAP ; il sera négocié en dollars EU sans couverture (encadré). Les huit autres fonds investiront sur leurs marchés respectifs. Chacun des neuf fonds répliquera un indice obligataire de l'International Index Company (IIC), qui a joué un rôle clé dans l'élaboration, couronnée de succès, des indices sur contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDD) en Europe et en Amérique du Nord⁹. Tous ces fonds ont été confiés à des gestionnaires du secteur privé ; il appartient à chacun d'eux d'égaliser le rendement de l'indice correspondant et de gérer le fonds de manière passive.

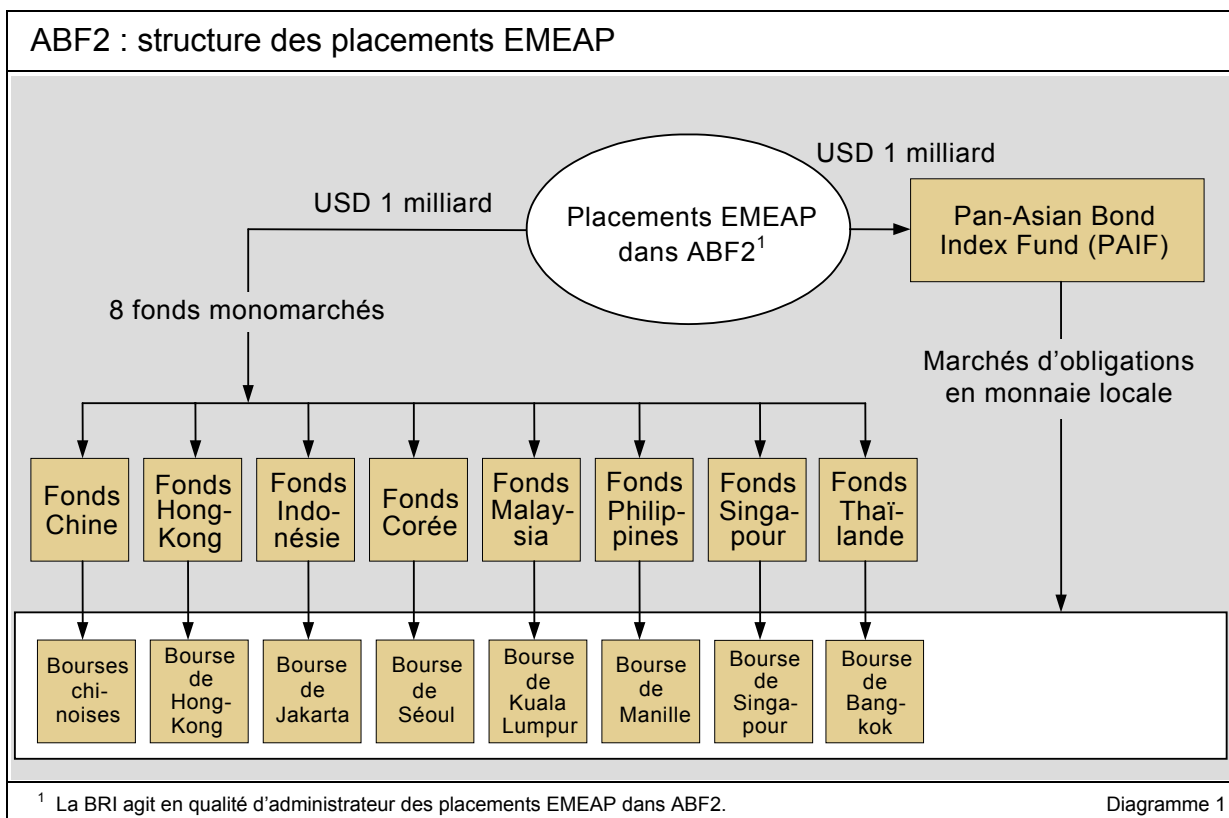
...et deux étapes

L'initiative ABF2 comporte deux étapes. Pendant la première, dont le démarrage officiel vient d'être annoncé par l'EMEAP, seules les réserves internationales de change (\$2 milliards) des onze banques centrales membres seront investies dans les neuf fonds. Durant la seconde, ceux-ci seront progressivement ouverts – suivant un échéancier variable – aux autres

⁷ Les trois pays de l'EMEAP hors du champ d'intervention des ABF sont l'Australie, le Japon et la Nouvelle-Zélande.

⁸ La BRI est gestionnaire d'ABF1 et administrateur d'ABF2.

⁹ Ces indices sont actuellement les instruments les plus négociés sur les marchés du risque de crédit. Les principaux indices CDD sont le DJ iTraxx en Europe et le DJ CDX en Amérique du Nord. L'un et l'autre sont issus de la fusion de deux familles rivales, Trac-x et iBoxx. Voir Amato et Gyntelberg (2005).



investisseurs institutionnels et aux particuliers des pays de l'EMEAP et de l'extérieur. Alors que le PAIF devrait être accessible au public vers fin juin 2005, le délai pourrait être un peu plus long pour certains fonds monomarchés. Cette réalisation échelonnée dans le temps a permis aux banques centrales d'identifier progressivement les obstacles et de s'y attaquer avec réalisme.

La création d'un fonds dans l'optique de la réforme des marchés offre l'avantage important d'apprendre par la pratique. Des entretiens avec les responsables du projet ABF2 donnent à penser que les banques centrales de l'EMEAP ont buté sur nombre d'obstacles de marché. Si beaucoup paraissent anodins, tous pouvaient remettre sérieusement en cause le fonctionnement des fonds, et certains se sont même avérés plus complexes que prévu par ces responsables, pourtant experts. Par ailleurs, en réalisant ce projet collectivement, les banques centrales de l'EMEAP se sont familiarisées avec des obstacles spécifiques à leur marché et ont été mieux en mesure de les surmonter. Le fait que les autorités de juridictions voisines ont déjà entrepris des réformes ne peut qu'inciter les autres à accélérer le processus. Enfin, les banquiers centraux ont souvent collaboré avec le ministère des Finances ou l'instance de réglementation de l'activité sur titres pour trouver des solutions.

Reconnaissant que leur travail est loin d'être terminé, les banques centrales ont également convenu de mettre en place un mécanisme qui incitera à aller plus loin dans l'élimination des obstacles. La formule de répartition du portefeuille entre les différents marchés locaux, en particulier, tiendra compte de ces rigidités : moins les obstacles locaux et transfrontières seront nombreux sur l'un d'eux, plus sa pondération dans ABF2 sera élevée.

Apprentissage par la pratique

Élaboration d'un fonds obligataire indiciaire liquide en Asie

Pierre Cardon

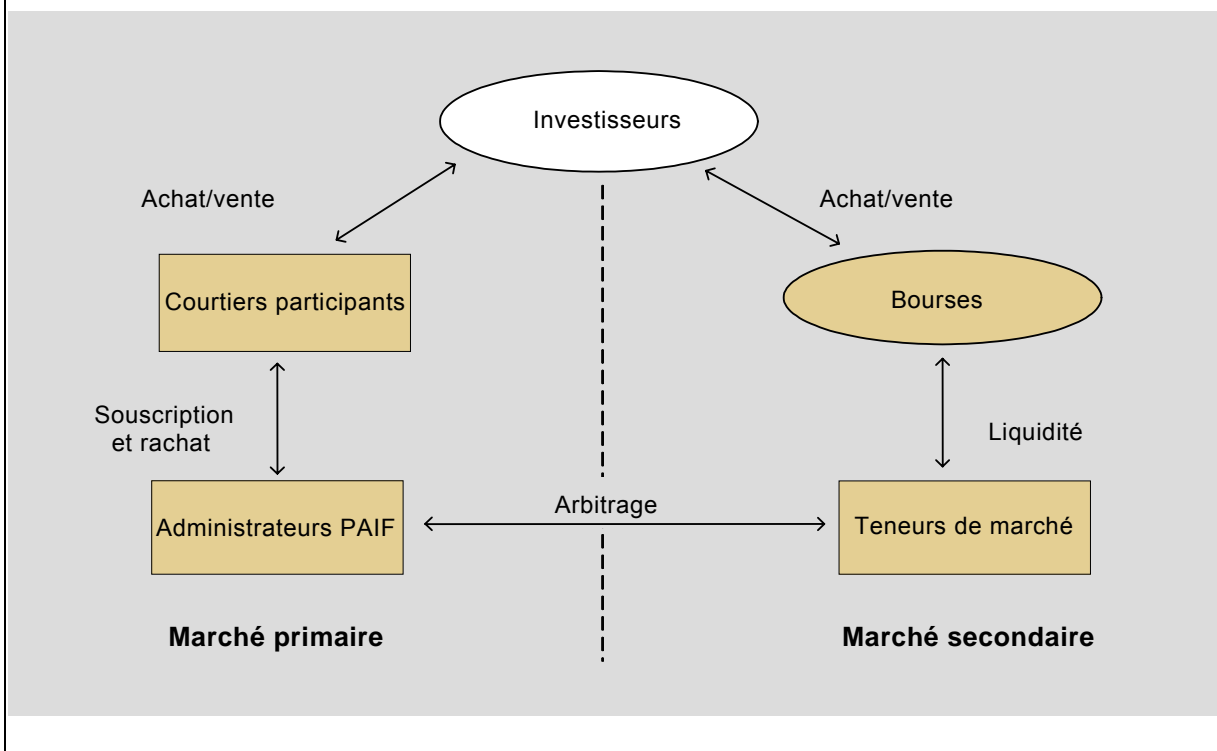
Le fonds obligataire Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF) a été conçu pour offrir aux investisseurs institutionnels et autres un accès simple, transparent et peu coûteux aux marchés obligataires d'Asie. Le principal défi consistait à s'assurer que les économies d'échelle liées au suivi passif d'un indice régional réduiraient les coûts pour les investisseurs. Le PAIF sera référencé sur l'indice iBoxx Pan Asia, conçu pour être transparent et opérer sur les huit marchés obligataires locaux. Il sera coté en dollars EU, sans couverture de change.

De caractère régional, le fonds n'est pas naturellement associé à l'une ou l'autre des juridictions de l'EMEAP. Des considérations fiscales, juridiques, opérationnelles et commerciales ont amené à préférer comme solution optimale pour l'ensemble des investisseurs une structure de fonds commun de placement, une domiciliation à Singapour et une inscription initiale à la cote de Hong-Kong. Cette combinaison unique doit encore recevoir l'approbation des autorités compétentes.

Le PAIF est un fonds à capital variable coté en bourse, ce qui garantit, dans le cadre d'une gestion passive, un processus correct de formation des prix, même sur des marchés obligataires locaux peu liquides. Les investisseurs pourront négocier le PAIF de deux manières (diagramme ci-après). Ils pourront s'adresser à des administrateurs de fonds, par l'intermédiaire de courtiers, pour souscrire ou se faire racheter des parts à la valeur de l'actif net en clôture, réalisant ainsi une transaction sur le « marché primaire ». Ils pourront aussi acheter ou vendre des parts en bourse sur le « marché secondaire ». Comme cela a été le cas avec d'autres fonds lancés précédemment dans la région, le négoce de parts sur le marché primaire sera soumis à des restrictions, afin de concentrer la liquidité sur le marché secondaire. Néanmoins, le marché primaire continuera de fournir un important moyen d'arbitrage pour que les cours du marché secondaire restent en phase avec la valeur de l'actif net du PAIF.

Sur le marché primaire, le PAIF sera ouvert à des « courtiers participants » ayant signé une convention avec le gestionnaire du fonds. Pour aider ce dernier à traiter les flux de collecte entrants et sortants, les courtiers participants sont astreints à un montant minimal de transaction. Pour les opérations au comptant, le volume total journalier sera plafonné et le gestionnaire prélèvera une

PAIF : marchés primaire et secondaire



commission de dilution. Toutefois, limite et commission ne s'appliqueront pas si les transactions sont faites en échange d'un panier d'obligations (souscription ou rachat « en nature »), mais ce type d'opération sera soumis à l'agrément du gestionnaire du fonds. Cette option apparente le PAIF à un fonds indicial négociable en bourse, à cette différence près que la transaction « en nature » revêt un caractère moins formalisé.

Sur le marché secondaire, le gestionnaire du PAIF désignera des teneurs de marché qui assureront la liquidité dans la négociation des parts en bourse. Ils auront à maintenir des écarts acheteur-vendeur serrés et à saisir les opportunités d'arbitrage en suivant de près la valeur de l'actif net du fonds et en la comparant avec les cours boursiers. Pour les aider à assurer la liquidité, ils bénéficieront d'une priorité sur le marché primaire, à concurrence d'une certaine limite journalière, et ils pourront emprunter des parts du fonds auprès des investisseurs institutionnels.

L'ouverture du PAIF au public pourrait avoir lieu vers fin juin 2005. Dans un premier temps, le fonds commun sera mis en place par les banques centrales de l'EMEAP avec un transfert « en nature » d'obligations en monnaie locale (pour la contre-valeur de \$1 milliard) achetées pendant la phase 1. Le fonds s'accroîtra alors avec les placements privés des investisseurs institutionnels, courtiers participants et teneurs de marché. Il sera ensuite coté en bourse pour permettre à tout investisseur d'en acquérir des parts sur le marché secondaire. Cette stratégie devrait maintenir des coûts faibles et éviter la volatilité habituelle d'une introduction en bourse. Dès lors, la cotation sur d'autres marchés boursiers de l'EMEAP sera fonction de la demande des investisseurs locaux et des réglementations internes.

Lorsqu'il sera coté, le PAIF sera le premier fonds de placement en gestion passive, à faible coût, investi sur les huit marchés obligataires de l'EMEAP. C'est le premier fonds étranger à bénéficier d'un accès direct au marché obligataire interbancaire chinois. Ces caractéristiques devraient le rendre particulièrement attrayant pour les fonds de pension et les comptes de retraite à la recherche de diversification et de rendements à long terme avantageux.

Premiers résultats

Pour des montants somme toute relativement modestes, ABF2 semble avoir contribué de façon remarquable à la réforme des marchés obligataires locaux¹⁰. Il est certes difficile de déterminer si les changements d'ordre réglementaire sont à porter à son seul crédit, puisque d'autres initiatives sont également en cours. Quoi qu'il en soit, nombre de participants jugent son apport majeur. Voici quelques exemples de blocages qui ont été atténués (une analyse exhaustive est prévue ultérieurement).

La libéralisation des contrôles sur les mouvements de capitaux en est le résultat le plus visible. La Malaysia, par exemple, a annoncé l'assouplissement de son marché des changes, de sorte qu'elle a rétabli dans ses grandes lignes le régime d'avant la crise asiatique. Elle a levé toutes les restrictions sur les activités de couverture des non-résidents. Les sociétés sous contrôle étranger ont désormais pleinement accès aux facilités de crédit en ringgits sur le marché intérieur. Les résidents n'ayant pas emprunté sur place en ringgits sont libres d'investir à l'étranger. Enfin, les organismes multilatéraux sont autorisés à émettre des obligations en monnaie locale sur le marché intérieur et à couvrir les risques de change auprès des banques du pays. D'autre part, la participation soutenue de la Chine à ABF2 est révélatrice de sa volonté de simplifier la réglementation encore minutieuse des investissements de

Assouplissement
des contrôles des
capitaux

¹⁰ Ces montants modestes permettent d'éviter qu'un investisseur passif ne s'approprie une trop grande part du volume d'instruments négociables.

portefeuille transfrontières et de réduire les obstacles résultant de la fragmentation de ses marchés obligataires, assujettis à différentes instances. En fait, le PAIF est le premier investisseur institutionnel étranger à avoir obtenu un accès direct au marché interbancaire d'obligations chinoises¹¹.

La réforme a également porté sur la fiscalité. La Thaïlande a exonéré les non-résidents de la retenue à la source sur le revenu des obligations en bahts et, dans la plupart des cas, des obligations locales bénéficiant de la garantie de l'État. La Malaisie a exempté de la retenue à la source les revenus d'intérêts sur titres domestiques en ringgits. Cinq des huit membres de l'EMEAP ont accordé le même avantage aux non-résidents qui investissent dans les titres d'emprunt souverains ou quasi souverains en monnaie locale. Aux Philippines, le droit de timbre sera supprimé avec le lancement du fonds monomarché national.

De manière assez inattendue, le domaine juridique a également évolué, pour permettre de vendre sur un territoire les parts d'un fonds enregistré dans un autre. Ainsi, le PAIF va être domicilié à Singapour pour tirer parti d'un ensemble de facteurs, dont les conventions fiscales bilatérales passées avec les autres membres de l'EMEAP. Dans un premier temps, cependant, il sera coté à Hong-Kong, pour profiter notamment de la liquidité et de la profondeur de ce marché. Cette combinaison, une première en Asie, a obligé chaque autorité de réglementation à un gros effort d'apprentissage par la pratique¹². Pour cela, les banques centrales membres et les autorités de réglementation concernées ont dû coopérer, en harmonisant des cadres réglementaires jusque-là différents. En participant directement aux marchés d'obligations en monnaie locale, les banques centrales de l'EMEAP ont pu ainsi repérer plus facilement les obstacles de marché, comprendre leurs mécanismes et en mesurer l'importance ; elles ont pu également mieux apprécier la diversité de leurs cadres réglementaires respectifs, ce qui devrait ouvrir la voie à une rationalisation plus poussée de la réglementation des marchés de la région.

Incitations à poursuivre l'élimination des obstacles

Les banques centrales qui participent à ABF2 ont conçu un mécanisme qui incitera à éliminer les obstacles subsistant encore sur leur marché obligataire : les pondérations de marché utilisées pour la répartition de l'actif du PAIF et des fonds monomarchés.

¹¹ Auparavant, les investisseurs institutionnels étrangers admis sur ce marché pouvaient y négocier directement des obligations et actions cotées dans les bourses plus modestes de Shanghai et Shenzhen.

¹² Le PAIF pourrait ultérieurement être inscrit à la cote d'un autre marché de la région, et certains fonds monomarchés pourraient être gérés dans un pays autre que celui où ils sont enregistrés et cotés.

Détermination des pondérations de marché

La répartition de l'actif du PAIF et les investissements de l'EMEAP dans les huit fonds monomarchés seront déterminés dans une large mesure par des pondérations de marché tenant compte de quatre facteurs : la dimension du marché local, le volume d'opérations, la notation souveraine¹³ et un facteur d'ouverture du marché. Égale au départ pour chaque marché local, la répartition sera ajustée en fonction de ces quatre facteurs ; elle sera majorée s'ils sont supérieurs à la moyenne des huit marchés. La dimension du marché, le volume d'opérations et la notation seront assortis chacun d'un coefficient de 20 % et le facteur d'ouverture du marché de 40 %.

Les pondérations de marché régissant la répartition du portefeuille...

Facteur d'ouverture du marché

La société IIC, qui a la responsabilité générale des indices obligataires devant être répliqués par les neuf fonds ABF2, a élaboré un facteur qualitatif qui évalue l'ouverture relative des huit marchés (IIC (2005a)). À cet effet, elle a mené des consultations auprès de divers intervenants sur les marchés internationaux et nationaux, à travers ses comités (Asian Index Committee et Asian Oversight Committee), pour faire en sorte que les indices soient crédibles et acceptés par les marchés (EMEAP (2005)). Toute évaluation du facteur d'ouverture d'un marché devrait prendre en compte des éléments comme la liberté des mouvements de capitaux, le niveau des retenues à la source, l'offre d'instruments de couverture, la présence de systèmes à règlement brut en temps réel et la capacité de compensation internationale d'obligations locales. Plus le facteur d'ouverture attribué sera élevé, plus la répartition du portefeuille ira à l'avantage du marché correspondant. Les pondérations et, partant, le facteur d'ouverture du marché spécifiques à chaque pays seront révisés annuellement, en septembre. Au fur et à mesure de la suppression des obstacles, un rééquilibrage du portefeuille régional devrait s'opérer pour en tenir compte.

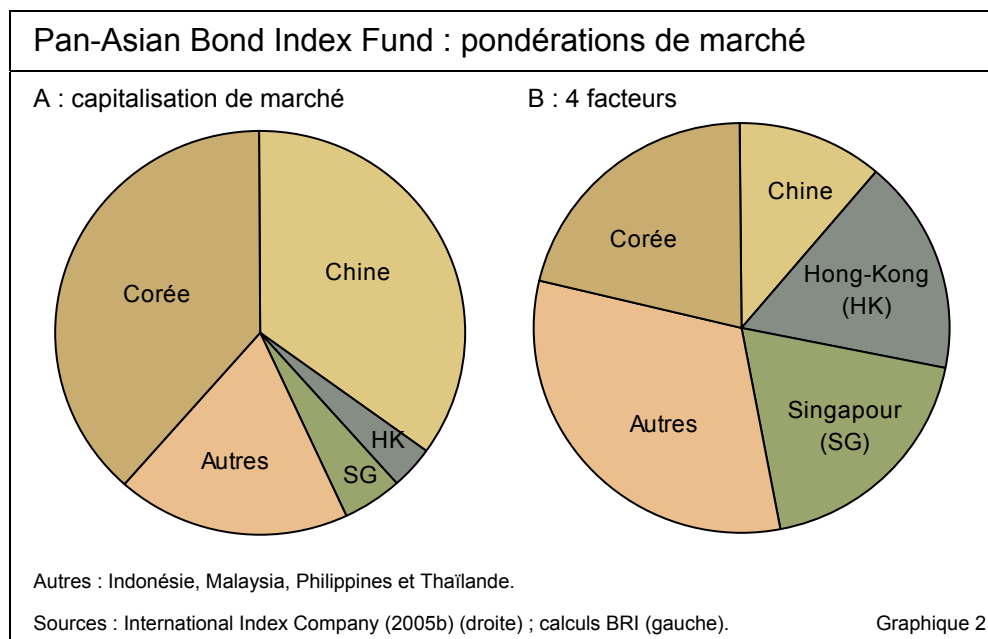
...tiennent compte de l'ouverture du marché

Illustration

Le graphique 2 illustre de tels réajustements des pondérations. Il offre une comparaison entre les pondérations fondées sur les données brutes de la capitalisation boursière et les pondérations réajustées dans le portefeuille du PAIF lors de son lancement. Les écarts constatés sont très importants. Ainsi, les allocations attribuées à la Chine et à la Corée diminuent notablement après le réajustement, alors que celles des six autres marchés augmentent ; pour Hong-Kong et Singapour, elles ont plus que quadruplé.

Les indices ABF2 aideront, au moins à deux égards, au développement des marchés d'obligations asiatiques en monnaie locale. Premièrement, ils constituent un mécanisme dynamique qui encourage les huit membres de

¹³ Synthèse des notes attribuées à la dette à long terme en monnaie locale par les trois agences de notation internationales (Fitch, Moody's et Standard & Poor's).



l'EMEAP à poursuivre leurs efforts de libéralisation de leur marché. L'ouverture est le principal facteur de réajustement des pondérations, qui seront donc révisées chaque année. Deuxièmement, par leur transparence, leur répliquabilité et leur crédibilité, ces indices fourniront des références utiles, comme cela a été le cas dans d'autres régions pour l'expansion des marchés d'obligations d'entreprise.

Conclusion

L'initiative ABF2 s'inscrit dans un effort de coopération régionale visant à développer les marchés d'obligations en monnaie locale en Asie. Elle se démarque d'autres démarches similaires par la création de fonds obligataires, qui lui ajoutent un élément appréciable d'apprentissage par la pratique. Ainsi, l'EMEAP a pu analyser avec précision d'importants obstacles de marché qui n'avaient pas été bien appréhendés jusque-là. Diverses entraves, à la fois transfrontières et locales ont déjà été atténuées. L'exercice comporte, en outre, des incitations à poursuivre dans cette voie.

L'important, à présent, est de savoir si ABF2 va préparer l'avènement de marchés d'obligations d'entreprise en monnaie locale. D'ores et déjà, il a permis l'arrivée de nouveaux instruments sur les marchés de la région. Le PAIF, en tant que fonds indiciel à capital variable coté en bourse, est un outil à bas coût et transparent, qui pourrait donc intéresser un large éventail d'investisseurs institutionnels et de particuliers. En ce sens, il peut donc élargir la gamme de produits et de participants. Cinq des huit fonds monomarchés devraient être cotés en bourse et un sixième devrait s'y ajouter prochainement. Les fonds Hong-Kong et Singapour, par exemple, pourraient être des fonds communs ; ce pourrait être aussi le cas, dans la deuxième étape de l'initiative ABF2, du fonds monomarché Chine ; et ce type de structure sera bientôt institutionnalisé en Thaïlande et en Malaysia. Parallèlement à la création d'un

Prochaine étape :
les obligations
d'entreprise ?

ensemble d'indices de référence transparents et répliquables pour les marchés d'obligations d'Asie en monnaie locale, ces fonds pourraient faciliter le développement d'autres produits à revenu fixe (obligations d'entreprise) et d'instruments dérivés (contrats dérivés sur défaut d'emprunteur).

Bibliographie

Amato, J. et J. Gyntelberg (2005) : « Contrats dérivés indiciels sur défaut : tranches de pertes et tarification des corrélations de risque de crédit », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 71–85.

Battellino, R. (2004) : « Recent developments in Asian bond markets », communication à la 17^e Australian Finance and Banking Conference, décembre.

Comité sur le système financier mondial (1999) : *How should we design deep and liquid markets ? The case of government securities*, octobre.

Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks (2005) : « The Asian Bond Fund 2 has moved into implementation phase », 12 mai (www.emeap.org/press//12May05.htm).

International Index Company (2005a) : *iBoxx ABF Index Family Guide*, version 2.0, avril (www.indexco.com/news/Attach/DM73/iBoxx_ABF_IndexGuide.pdf).

International Index Company (2005b) : « iBoxx ABF bond indices launched », 12 mai (www.indexco.com/news/Attach/DM74/iBoxx_ABF2_BondIndices.pdf).

Jiang, G. et R. N. McCauley (2004) : « Asie : marché des obligations en monnaies locales », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 65–78.

Ma, G. et R. N. McCauley (2004) : « Effectiveness of China's capital controls : some empirical evidence », communication au 2^e séminaire KIEP–PRI « Financial independence and exchange rate regimes in East Asia », Tokyo, décembre.

McCauley, R. N. (2003) : « Flux financiers dans l'Est asiatique depuis la crise de 1997 », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 43–58.

McCauley, R. N. et E. Remolona (2000) : « Dimension et liquidité des marchés d'obligations d'État », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 54–63.

Sheng, A. (2005) : « Corporate debt in Asia and Asian financial market development », communication à la conférence Advancing East Asian Integration, 3–4 mars.

Takeuchi, A. (2004) : *Study of impediments to cross-border investment and issuance in Asian countries*, rapport intérimaire ASEAN+3 Asian Bond Market Initiative, novembre.