

## Il fondo obbligazionario regionale ABF2 e i suoi insegnamenti per l'apertura dei mercati<sup>1</sup>

*Con la creazione di un fondo obbligazionario regionale le banche centrali dell'Est asiatico e del Pacifico hanno contribuito a ridurre gli impedimenti che si frappongono all'apertura di otto mercati locali. Esse hanno inoltre inserito nella struttura del fondo un meccanismo di incentivo per ridurre ulteriormente gli ostacoli ancora presenti.*

*Classificazione JEL: E440, G150, G160, G180, O160*

Dopo la crisi che ha colpito l'Asia nel 1997 i mercati obbligazionari in moneta locale della regione si sono rapidamente espansi; ciò nonostante, si ritiene che non abbiano ancora realizzato il loro potenziale di intermediazione fra risparmiatori e mutuatari nazionali. L'andamento dei flussi di capitali dall'epoca della crisi mostra che i residenti asiatici hanno investito largamente in attività estere a basso rendimento e i non residenti in attività della regione, più redditizie. Benché questi flussi siano in parte coerenti con un'ottica di diversificazione dei portafogli, la loro generale configurazione fa ritenere che una parte cospicua dell'intermediazione finanziaria avvenga al di fuori della regione. Al fine di modificare questa situazione, i responsabili delle politiche in Asia reputano che siano necessari mercati obbligazionari locali più spessi e più liquidi.

Questa convinzione è all'origine di varie iniziative di cooperazione regionali per la riforma dei mercati. Nel presente articolo viene presa in esame una di queste iniziative, per certi versi insolita dal momento che contempla la creazione di un vero e proprio fondo obbligazionario, con la partecipazione finanziaria delle parti interessate. Essa è stata intrapresa dal gruppo di banche centrali dell'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia and Pacific)<sup>2</sup>. Il fondo obbligazionario in questione si chiama Asian Bond Fund 2 (ABF2).

---

<sup>1</sup> Gli autori desiderano ringraziare Claudio Borio, Norman Chan, Guy Debelle, Már Gudmundsson, Robert McCauley, Frank Packer, Sakkapopp Panyanukul, Ramona Santiago, Atsushi Takeuchi, Philip Wooldridge e Sunny Yung per le fruttuose discussioni. Le opinioni qui espresse sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

<sup>2</sup> Le 11 banche centrali e autorità monetarie dell'EMEAP sono quelle di Australia, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia.

L'esperienza pratica maturata con l'istituzione del fondo ha conferito un vantaggio significativo al processo di riforma avviato dal gruppo, permettendogli di apprendere "sul campo".

Qui di seguito saranno innanzitutto esaminati l'evoluzione recente dei mercati obbligazionari in moneta locale nell'Est asiatico e i principali ostacoli che essi presentano. Successivamente, verranno illustrate la struttura e le caratteristiche dell'ABF2, nel contesto più ampio delle iniziative regionali per lo sviluppo dei mercati obbligazionari. Infine, saranno esposte alcune osservazioni sulla portata dell'esperienza dell'ABF2 per la riforma della regolamentazione dei mercati obbligazionari, fornendo alcuni esempi degli ostacoli rimossi durante il processo di creazione del fondo e una descrizione del meccanismo instaurato per incentivare un'ulteriore riduzione degli ostacoli ancora presenti.

## I mercati obbligazionari in moneta locale dell'Est asiatico

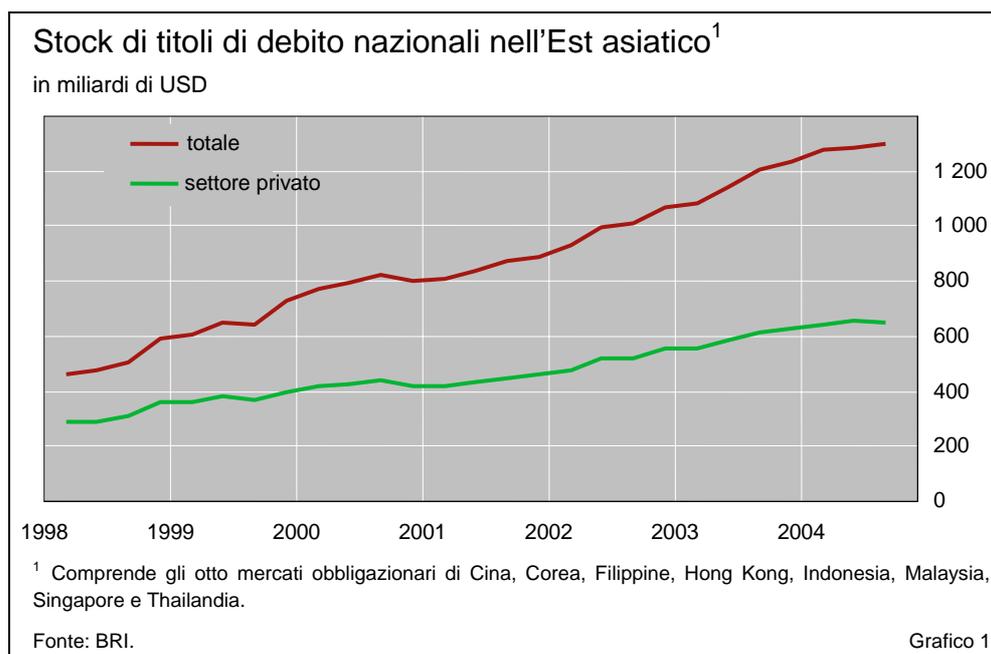
All'indomani della crisi asiatica del 1997 vi era inizialmente il timore che la mancanza di mercati in moneta locale ben sviluppati costringesse i residenti asiatici a indebitarsi in valuta estera, rendendo le rispettive economie più vulnerabili ad attacchi di speculazione valutaria. Da allora, tuttavia, i governi della regione hanno accumulato riserve in valuta tali per cui il rischio di una nuova crisi valutaria non costituisce più una fonte immediata di inquietudine. Per le autorità della regione appare oggi più pressante la preoccupazione che le ingenti riserve accumulate possano essere sintomatiche di un'inefficiente intermediazione a livello nazionale, dal momento che sembrano fruttare molto meno di quanto viene loro richiesto per raccogliere fondi all'estero.

La possibilità di una crisi valutaria non è più al centro delle preoccupazioni ...

McCauley (2003) mostra come la configurazione generale dei flussi lordi di capitali a partire dalla crisi asiatica veda in effetti da un lato i residenti asiatici investire in attività estere a basso rendimento e dall'altro i non residenti investire in attività più redditizie nei mercati nazionali della regione. In altre parole, il risparmio asiatico viene veicolato all'estero per poi ritornare in Asia sotto forma di investimenti esteri. Il processo di intermediazione finanziaria ha luogo all'esterno, nei mercati più sviluppati di Europa e Nord America. In linea teorica, l'importanza delle informazioni locali dovrebbe far sì che tale processo avvenga all'interno. Se i mercati obbligazionari asiatici in moneta locale funzionassero al meglio – sembrano ora chiedersi le autorità asiatiche – non sarebbe forse possibile mantenere tale processo di intermediazione all'interno, e ridurre in tal modo i costi di indebitamento per le rispettive economie?

Le conseguenze economiche della crisi asiatica hanno dato un impulso addizionale allo sviluppo dei mercati obbligazionari in moneta locale nella regione. Mentre le economie si contraevano, i governi si sono trovati a dover far fronte a bilanci in disavanzo. Erano necessari ingenti capitali per effettuare ristrutturazioni bancarie su larga scala. E, questa volta, i governi della regione si sono adoperati per evitare di indebitarsi all'estero, raccogliendo fondi in moneta locale. Di conseguenza, dal 1998 l'ammontare totale del debito sull'interno nell'Est asiatico escluso il Giappone si è quasi triplicato

... ma ha dato impulso al processo di riforma



(grafico 1)<sup>3</sup>. Pertanto, nella misura in cui le dimensioni stesse del debito contribuiscono allo sviluppo del mercato, la crisi asiatica ha concorso alla crescita dei mercati obbligazionari in moneta locale nella regione.

Altri fattori, tuttavia, sembrano continuare a ostacolare lo sviluppo di tali mercati. Le forti emissioni sono state benefiche per i mercati primari, ma quelli secondari continuano a scontare la mancanza di liquidità. Sussistono ancora vari impedimenti, sul piano sia internazionale che locale. Takeuchi (2004) fornisce una rassegna degli ostacoli transnazionali che si pongono in Asia. Essi sono in gran parte ben documentati nella letteratura in materia di vincoli ai movimenti di capitale, mentre vi è relativamente meno consapevolezza degli impedimenti di natura locale, cui è pertanto dedicata insufficiente attenzione.

I controlli ai movimenti di capitale comportano generalmente il divieto di investimento per i non residenti, ovvero quello di rimpatrio del capitale investito o dei proventi dell'investimento, nonché restrizioni alle conversioni valutarie e altri divieti e incombenze regolamentari sia per gli emittenti sia per gli investitori. Vi sono evidenze secondo cui questa tipologia di controlli è ancora vincolante in Asia. Ma e McCauley (2004), ad esempio, mostrano come l'attività di arbitraggio non sia ancora sufficiente a eguagliare i rendimenti interni e quelli esteri in vari mercati monetari asiatici.

Gli impedimenti a livello locale possono derivare da imposte, insufficiente sviluppo del mercato e strutture inadeguate di compensazione e regolamento. Le ritenute fiscali e le imposte sulle operazioni finanziarie continuano a rappresentare un importante costo per gli investitori non residenti in alcuni dei mercati locali. All'interno dell'EMEAP alcune giurisdizioni accordano esenzioni ai soli investitori non residenti, e talvolta solo per alcuni strumenti.

<sup>3</sup> Per una descrizione dello sviluppo dei mercati obbligazionari dopo la crisi del 1997, cfr. CGFS (1999), McCauley e Remolona (2000), Jiang e McCauley (2004), Battellino (2004) e Sheng (2005).

Ostacoli sul piano  
transnazionale ...

... e locale

L'insufficiente sviluppo dei mercati, riscontrabile ad esempio nella mancanza di una base ampia e diversificata di investitori, emittenti e prodotti, non contribuisce alla liquidità. Al fine di conseguire spessore e liquidità, Jiang e McCauley (2004) individuano come essenziali fattori quali la dimensione del mercato, la diversificazione della base di investitori, la disponibilità di strumenti di copertura. Anche l'inadeguatezza delle infrastrutture di custodia, compensazione e regolamento ostacola lo sviluppo dei mercati obbligazionari. In gran parte dei mercati asiatici la compensazione e il regolamento delle transazioni obbligazionarie internazionali risultano ancora piuttosto onerosi e a volte addirittura irrealizzabili.

## La cooperazione regionale e il progetto dell'ABF2

Nell'Est asiatico si è assistito a varie iniziative di cooperazione regionale finalizzate a sviluppare i mercati obbligazionari nazionali. Esse hanno mirato ad aprire i mercati nazionali agli investimenti di portafoglio esteri rimuovendo gli impedimenti sia nazionali sia transnazionali. Fra queste iniziative, solo quella dell'ABF2 contempla l'effettiva istituzione di fondi per l'investimento nei mercati delle monete locali. Come verrà mostrato nella presente sezione, questo insolito approccio ha costretto le autorità di regolamentazione a far fronte a tali ostacoli sul piano operativo, il che ha fornito un efficace meccanismo di riforma regolamentare. In linea di principio, anche gli investitori privati avrebbero potuto far pressione per avviare un processo di riforma allorché hanno istituito fondi di investimento privati. Tuttavia, la riforma dei mercati costituisce un bene pubblico, nel senso che i relativi benefici giovano a una pluralità di investitori. Singolarmente, gli investitori non sarebbero disposti ad accollarsi i costi di un'azione completa di *lobbying*, poiché non sarebbero in grado di mantenere per sé i relativi benefici.

### *Iniziativa di cooperazione regionale in Asia*

Vi sono almeno tre importanti organizzazioni regionali asiatiche di emanazione governativa che perseguono iniziative volte a promuovere lo sviluppo finanziario della regione (Battellino, 2004). La prima è il forum Asia-Pacific Economic Cooperation (APEC)<sup>4</sup>, che ha dedicato un'iniziativa allo sviluppo della cartolarizzazione e delle garanzie creditizie. La seconda è l'Association of South East Asian Nations, cui si aggiungono altri tre paesi (ASEAN+3)<sup>5</sup>, la quale ha istituito sei gruppi di lavoro per affrontare un ampio novero di questioni attinenti i mercati obbligazionari locali in Asia. La terza

Tre organizzazioni regionali ...

---

<sup>4</sup> Le economie membri dell'APEC sono 21: Australia, Brunei Darussalam, Canada, Cile, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Messico, Nuova Zelanda, Papua Nuova Guinea, Perù, Russia, Singapore, Taiwan (Cina), Thailandia, Stati Uniti e Vietnam.

<sup>5</sup> I membri dell'ASEAN sono i seguenti: Brunei Darussalam, Cambogia, Filippine, Indonesia, Laos, Malaysia, Myanmar, Singapore, Thailandia e Vietnam. I tre paesi aggiuntivi (+3) sono Cina, Corea e Giappone.

organizzazione è formata dalle banche centrali dell'EMEAP, ed è all'origine della creazione dei fondi obbligazionari asiatici (Asian bond fund, ABF).

... iniziative  
complementari ...

Le azioni di questi organismi sono in genere complementari. Ad esempio, l'iniziativa per il mercato obbligazionario asiatico promossa dall'ASEAN+3 ha contribuito a far sì che tre paesi dessero il proprio nulla osta all'emissione di obbligazioni nelle rispettive monete nazionali da parte di istituzioni multilaterali di sviluppo. L'Asian Development Bank (ADB), l'International Finance Corporation (IFC) e la Banca mondiale hanno già sfruttato questa opportunità collocando ciascuna titoli denominati in ringgit malesi<sup>6</sup>. L'ADB ha inoltre effettuato emissioni in baht thailandesi e ha in cantiere collocamenti in pesos filippini e in renminbi cinesi. Queste azioni incrementano l'offerta di titoli nei mercati obbligazionari locali, mentre l'iniziativa ABF2 accresce la corrispondente domanda.

... e due fondi  
obbligazionari

Con i due ABF un'organizzazione regionale ha messo per la prima volta a disposizione risorse finanziarie per creare veri e propri fondi obbligazionari in Asia. Nel giugno 2003 le banche centrali dell'EMEAP hanno lanciato il primo fondo, l'Asian Bond Fund 1 (ABF1), che raccoglie \$1 miliardo di riserve internazionali delle 11 banche centrali partecipanti e le investe in obbligazioni denominate in dollari emesse da soggetti sovrani e quasi sovrani di otto economie dell'EMEAP<sup>7</sup>. Si è trattato del primo caso in Asia di messa in comune a livello regionale delle riserve internazionali. Le banche centrali dell'EMEAP hanno successivamente lanciato un secondo fondo, l'Asian Bond Fund 2 (ABF2), che investirà \$2 miliardi delle loro riserve in titoli denominati in moneta locale ed emessi da soggetti sovrani e quasi sovrani delle stesse otto economie<sup>8</sup>.

#### *Un'esperienza collegiale di apprendimento "sul campo": l'iniziativa ABF2*

Come già accennato, l'iniziativa ABF2 si distingue dalle altre poiché comporta l'effettiva creazione di fondi obbligazionari in moneta locale. La precedente esperienza dell'ABF1 si era limitata all'investimento in titoli denominati in dollari, che vengono trattati soprattutto nei più sviluppati mercati obbligazionari internazionali. Nondimeno, tale esperienza è stata importante poiché ha dato alle banche centrali dell'EMEAP l'opportunità di lavorare insieme e costruire il clima di fiducia necessario per promuovere la cooperazione e l'ulteriore sviluppo dei mercati finanziari della regione.

Nove fondi  
individuali ...

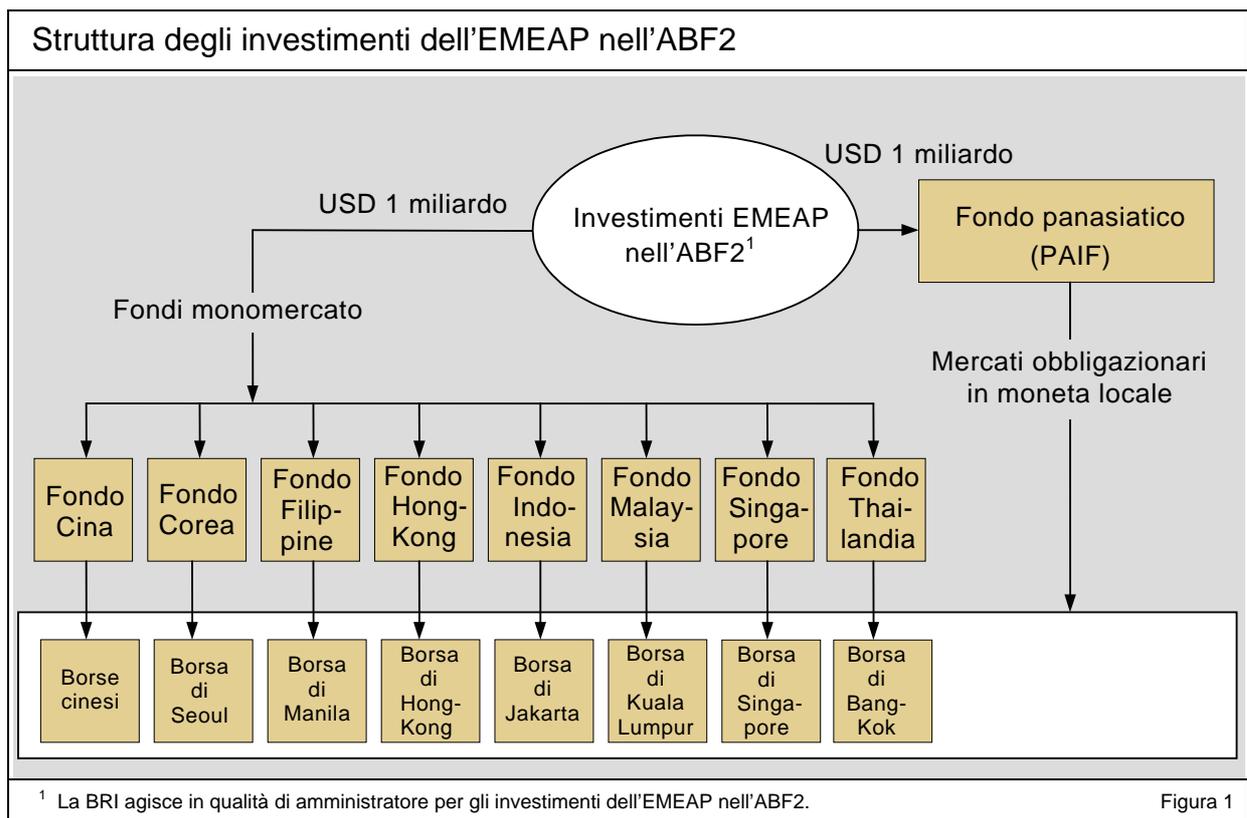
L'ABF2 si compone in realtà di nove fondi separati: un fondo obbligazionario indicizzato panasiatico (Pan-Asian Bond Index Fund, PAIF) e otto fondi per l'investimento in singoli mercati (figura 1). Il PAIF è un fondo

---

<sup>6</sup> Tre sono state le emissioni sovranazionali in moneta locale in Malaysia dalla fine del 2004, una per MYR 400 milioni dell'ADB, una per MYR 500 milioni dell'IFC e infine una per MYR 760 milioni da parte della Banca mondiale. L'emissione in baht dell'ADB nel 2005 ammontava a THB 4 miliardi.

<sup>7</sup> Le tre economie dell'EMEAP che non saranno interessate dagli investimenti dei due ABF sono l'Australia, il Giappone e la Nuova Zelanda.

<sup>8</sup> La BRI funge da gestore dell'ABF1 e da amministratore dell'ABF2.



obbligazionario che replica un singolo indice e investe nei titoli in moneta locale emessi da soggetti sovrani o quasi sovrani di otto mercati dell'EMEAP. È denominato in dollari USA e non prevede la copertura del rischio di cambio (cfr. il riquadro seguente). Gli otto fondi monomercato investiranno ciascuno nel rispettivo mercato obbligazionario in moneta locale. Ognuno replicherà un indice elaborato da una parte terza, l'International Index Company (IIC), che ha fornito un importante contributo allo sviluppo degli indici di *credit default swap* (CDS)<sup>9</sup> in Europa e Nord America, oggi ampiamente utilizzati. Ciascuno dei nove fondi è stato affidato a gestori del settore privato, che hanno il mandato di replicare il relativo indice attraverso una gestione passiva.

L'iniziativa ABF2 prevede due fasi. Nella prima, il cui lancio formale è stato annunciato da poco, l'investimento nel PAIF e negli altri fondi è circoscritto alle riserve internazionali delle 11 banche centrali dell'EMEAP, per un totale di \$2 miliardi. Nella seconda fase il PAIF e gli altri otto fondi saranno gradualmente aperti ad altri investitori istituzionali e agli investitori al dettaglio, residenti o meno nelle economie dell'EMEAP. I tempi di questa apertura potranno variare nelle diverse giurisdizioni; essa dovrebbe essere completata verso la fine di giugno 2005 per il PAIF, ma potrebbe durare più a lungo nel caso di alcuni dei fondi monomercato. La realizzazione del progetto in più fasi permette alle banche centrali di individuare gli ostacoli di mercato in stadi graduali e di farvi fronte secondo una tabella di marcia realistica.

... in due fasi

<sup>9</sup> Gli indici di CDS sono gli strumenti più attivamente trattati nei mercati creditizi. I principali indici di CDS sono il DJ iTraxx per l'Europa e il DJ CDX per il Nord America; entrambi sono nati dalla fusione di due famiglie concorrenti, Trac-x e iBoxx. Cfr. Amato e Gyntelberg (2005).

## Configurazione del PAIF, fondo obbligazionario indicizzato liquido panasiatico

*Pierre Cardon*

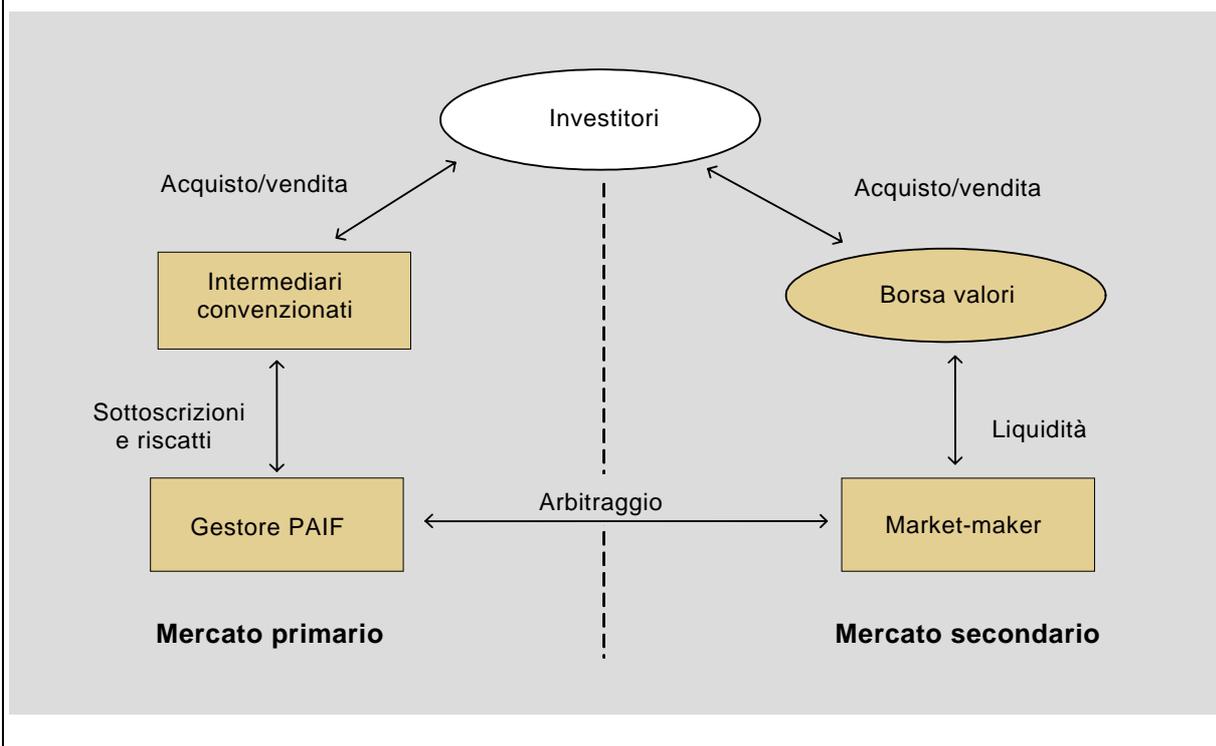
Il Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF) è stato concepito per consentire agli investitori istituzionali e al dettaglio di accedere ai mercati obbligazionari locali dell'Asia in maniera semplice, trasparente ed efficiente in termini di costo. La sfida principale è stata quella di garantire che gli investitori beneficiassero dei minori costi risultanti dalle economie di scala conseguite attraverso la replica passiva di un indice regionale. L'indice prescelto è l'iBoxx Pan Asia, elaborato per essere trasparente e coprire gli otto mercati obbligazionari asiatici di investimento. Esso sarà quotato in dollari USA, senza copertura del rischio di cambio.

Data la portata regionale del fondo, la scelta della giurisdizione per la sua domiciliazione non era ovvia. Per considerazioni di ordine fiscale, legale, operativo e commerciale si è optato per un fondo comune di investimento domiciliato a Singapore e inizialmente quotato nella borsa di Hong Kong. Questa soluzione inedita deve ancora essere formalmente approvata dalle autorità competenti.

Il fondo sarà aperto e quotato in borsa. Queste caratteristiche consentono a un fondo gestito passivamente di essere negoziato a prezzi determinati correttamente anche su mercati obbligazionari locali relativamente illiquidi. Qui gli investitori saranno in grado di negoziare le quote del PAIF in due modi, come mostra la figura seguente. Primo, potranno rivolgersi al gestore, tramite un intermediario, per acquistare o riscattare le quote al valore netto di inventario di chiusura della giornata, effettuando in questo modo uno scambio sul "mercato primario". Secondo, potranno acquistare o vendere le quote in borsa, operando sul "mercato secondario". Come già successo con altri fondi nella regione, gli scambi delle quote del PAIF sul mercato primario saranno soggetti a restrizioni, così da concentrare la liquidità sul mercato secondario. Nondimeno, il mercato primario continuerà a fornire importanti opportunità di arbitraggio, assicurando che i prezzi sul mercato secondario rimangano in linea con il valore netto di inventario del fondo.

Nel mercato primario il PAIF seguirà il modello degli intermediari convenzionati, che limita le sottoscrizioni e i riscatti giornalieri ai soli intermediari che hanno sottoscritto un accordo con il gestore del fondo. Per agevolare il gestore nell'amministrazione dei flussi di cassa in entrata e in uscita, le negoziazioni degli intermediari convenzionati devono essere superiori a un importo

### Due modalità di negoziazione del PAIF



minimo. Le transazioni in contanti saranno soggette a un massimale in termini di volumi giornalieri totali e a una specifica commissione percepita dal gestore. Tali disposizioni non si applicheranno tuttavia nel caso in cui la transazione abbia come contropartita un paniere di obbligazioni (sottoscrizioni e riscatti cosiddetti "in natura"). Queste operazioni potranno essere effettuate a discrezione del gestore. La possibilità di effettuare transazioni in natura accomuna il PAIF con gli *exchange-traded fund* (ETF), con la differenza che in quest'ultimo caso le operazioni di questo tipo sono più formalizzate.

Nel mercato secondario il gestore nominerà dei *market-maker* incaricati di garantire la liquidità degli scambi nella borsa valori. I *market-maker* dovranno mantenere gli scarti denaro-lettera su livelli contenuti e cogliere le eventuali opportunità di arbitraggio fra il valore netto di inventario del fondo e la sua quotazione in borsa. Al fine di agevolare questi operatori nella creazione di liquidità, essi avranno la precedenza nel mercato primario fino a concorrenza di un determinato importo giornaliero e potranno mutuare quote del fondo dagli investitori istituzionali.

L'apertura al pubblico del PAIF potrebbe aver luogo intorno alla fine di giugno 2005. Prima della quotazione in borsa, le banche centrali dell'EMEAP costituiranno un fondo comune di investimento con il conferimento in natura dell'equivalente di circa \$1 miliardo di obbligazioni in moneta locale, acquistate durante la prima fase dell'ABF2. Il fondo verrà in seguito ampliato attraverso il collocamento privato (*private placement*) presso investitori istituzionali, intermediari convenzionati e *market-maker*. Solo successivamente esso verrà quotato in borsa per consentire a tutti gli altri investitori di acquistare le quote sul mercato secondario. Il ricorso al collocamento privato dovrebbe mantenere bassi i costi ed evitare la volatilità che solitamente accompagna un'offerta pubblica iniziale. In seguito, la quotazione su altre borse valori dell'EMEAP sarà presa in considerazione a seconda della domanda degli investitori locali, sempre che le norme regolamentari locali lo consentano.

Con la quotazione in borsa, il PAIF diventerà il primo fondo a basso costo e a gestione passiva dedicato all'investimento in questi otto mercati obbligazionari locali dell'EMEAP. Si tratta del primo fondo estero autorizzato ad accedere direttamente al mercato obbligazionario interbancario cinese. Queste caratteristiche dovrebbero renderlo particolarmente appetibile per i fondi pensione e i conti pensionistici alla ricerca di opportunità di diversificazione e di interessanti rendimenti a lungo termine.

La creazione concreta di fondi di investimento nel corso del processo di riforma del mercato presenta il vantaggio di introdurre un importante elemento di apprendimento sul campo. Dai colloqui con i protagonisti del progetto emerge che nell'istituzione dell'ABF2 le banche centrali dell'EMEAP si sono imbattute in una moltitudine di impedimenti, spesso minori all'apparenza, ma tutti determinanti per l'operatività dei fondi. Anche quando gli ostacoli erano noti *ex ante*, alcuni di essi si sono rivelati più significativi di quanto inizialmente previsto. Intraprendendo questa iniziativa congiuntamente, le banche centrali dell'EMEAP hanno potuto comprendere meglio le barriere specifiche dei rispettivi mercati obbligazionari locali, e come superarle. La constatazione che determinate riforme di mercato erano già state introdotte nelle giurisdizioni vicine ha incoraggiato alcune autorità ad accelerare il proprio processo di riforma. Al fine di sormontare le difficoltà, i funzionari delle banche centrali hanno spesso collaborato con i colleghi dei ministeri finanziari o degli organismi di regolamentazione mobiliare.

Apprendimento sul campo

Consapevoli del fatto che il loro compito è tutt'altro che esaurito, le banche centrali hanno altresì concordato un meccanismo di incentivo per ridurre ulteriormente gli impedimenti del mercato. In particolare, lo schema previsto per l'allocatione degli investimenti ai vari mercati locali terrà conto di tali impedimenti: i pesi attribuiti a ciascun mercato nell'ABF2 saliranno di pari

passo con la rimozione degli ostacoli sia transfrontalieri sia propri al mercato locale.

## Ostacoli già rimossi

Se si considera la relativa esiguità delle somme investite, a quanto pare l'iniziativa ABF2 è stata eccezionalmente efficace nel promuovere la riforma dei mercati obbligazionari locali<sup>10</sup>. Data la contemporaneità con altre iniziative, risulta difficile attribuire il merito delle trasformazioni regolamentari al solo progetto ABF2. Nondimeno, molte delle persone coinvolte ritengono che esso abbia avuto un ruolo determinante. In questa sezione vengono proposti soltanto alcuni esempi illustrativi degli ostacoli che si sono potuti rimuovere grazie all'ABF2. Una rassegna più esaustiva farà l'oggetto di lavori futuri.

L'ambito dove l'esigenza di riforme era più ovvia è quello delle restrizioni ai movimenti di capitali. La Malaysia, ad esempio, ha annunciato misure per liberalizzare il mercato dei cambi, ripristinando nella sostanza il sistema vigente prima che fossero imposti controlli sui movimenti di capitali nel corso della crisi asiatica. Le autorità del paese hanno rimosso tutte le restrizioni sulle attività di copertura dei non residenti. Le società controllate da non residenti godono ora di pieno accesso alle facilitazioni di credito in ringgit nel mercato nazionale. I residenti non indebitati in ringgit sull'interno potranno liberamente investire all'estero. Infine, la Malaysia ha autorizzato le agenzie multilaterali a emettere obbligazioni in ringgit sul mercato nazionale, nonché a tutelarsi dal rischio di cambio con banche residenti. La partecipazione attiva della Cina all'ABF2 fa inoltre ben sperare riguardo alla disponibilità del paese a semplificare la sua normativa – ancora molto estesa in materia di investimenti internazionali di portafoglio – e ad alleggerire gli oneri per i mercati obbligazionari nazionali, ancora frammentati e sottoposti alla regolamentazione di più autorità. Il PAIF è di fatto il primo investitore istituzionale estero che ha ottenuto l'accesso diretto al mercato obbligazionario interbancario cinese<sup>11</sup>.

Un altro ambito di riforma è stato quello dell'imposizione fiscale (ritenute e altre imposte). La Thailandia ha già accordato un'esenzione dalla ritenuta sul reddito da investimenti in titoli di Stato denominati in baht e, nella maggioranza dei casi, da quelli in obbligazioni con garanzia governativa sul mercato nazionale. Anche la Malaysia ha annunciato di voler esentare gli investitori non residenti dalla ritenuta fiscale sul reddito da interessi percepito sugli investimenti in titoli denominati in ringgit nel paese. A tutt'oggi, cinque degli otto mercati interessati dall'ABF2 hanno offerto l'esenzione dalla ritenuta fiscale ai non residenti che investono in emissioni sovrane o quasi sovrane

---

<sup>10</sup> Sotto questo aspetto, l'esiguità degli importi ha costituito di fatto un vantaggio, poiché ha permesso di evitare la situazione problematica di un investitore passivo che sottrae al mercato una parte eccessiva del volume disponibile di strumenti negoziabili.

<sup>11</sup> In precedenza era consentito ad alcuni investitori istituzionali esteri di accedere direttamente all'investimento in obbligazioni e azioni quotate sui mercati minori delle borse valori di Shanghai e Shenzhen.

nella moneta locale. Nelle Filippine sarà abolita l'imposta di bollo in occasione dell'introduzione del corrispondente fondo di investimento monomercato.

Una riforma che è giunta inaspettata è stata la modifica degli ordinamenti giuridici nazionali affinché fosse consentita la vendita di fondi domiciliati in giurisdizioni diverse. Il PAIF, ad esempio, sarà domiciliato a Singapore per approfittare di vari fattori quali gli accordi fiscali bilaterali intercorrenti fra questo paese e gli altri membri dell'EMEAP. Il fondo sarà tuttavia inizialmente quotato a Hong Kong in ragione dell'elevato grado di liquidità e di spessore di questo mercato. Si tratta di una combinazione inedita in Asia, che comporta un significativo sforzo di apprendimento da parte di tutte le autorità regolamentari coinvolte<sup>12</sup>. Al fine di renderla possibile, le banche centrali partecipanti e le autorità di regolamentazione interessate hanno dovuto lavorare insieme per conciliare quadri regolamentari divergenti. La partecipazione diretta ai mercati obbligazionari locali ha pertanto aiutato le banche centrali dell'EMEAP a individuare gli impedimenti presenti nel mercato, a comprenderne i dettagli e valutarne l'importanza, nonché a meglio apprezzare la diversità dei quadri regolamentari di altre giurisdizioni. Ciò dovrebbe a sua volta porre le condizioni per un'ulteriore razionalizzazione della regolamentazione dei mercati regionali.

Superamento delle  
barriere giuridiche  
nazionali

## Incentivi per un'ulteriore riduzione degli impedimenti

Le banche centrali partecipanti all'ABF2 hanno ideato un meccanismo per fornire incentivi a ridurre ulteriormente gli ostacoli presenti nei rispettivi mercati obbligazionari locali. Tale meccanismo si fonda sulla determinazione dei pesi per ciascun mercato all'interno del portafoglio PAIF e dei fondi monomercato.

### *Determinazione dei pesi per l'allocazione di portafoglio*

L'allocazione di portafoglio per il PAIF e per gli investimenti dell'EMEAP negli otto fondi monomercato sarà determinata in ampia misura in base a pesi che tengono conto di vari fattori. Nello specifico, tali fattori sono quattro: le dimensioni del mercato locale, il suo indice di rotazione, il rating sovrano<sup>13</sup> e un indicatore del grado di apertura del mercato. Partendo da un'allocazione analoga per ciascun mercato locale, saranno effettuati aggiustamenti per tener conto di questi quattro fattori. L'allocazione per un dato mercato sarà corretta al rialzo se in base a tali fattori il mercato in questione consegue risultati superiori alla media degli otto mercati considerati. Ai fini dell'aggiustamento, le dimensioni del mercato, l'indice di rotazione e il rating avranno ciascuno una ponderazione del 20%, mentre l'indicatore del grado di apertura del mercato avrà una ponderazione del 40%, e determinerà pertanto la parte preponderante dell'aggiustamento.

L'allocazione di  
portafoglio si basa  
su pesi ...

---

<sup>12</sup> In futuro non è da escludersi che il PAIF venga quotato su un altro mercato della regione, o che alcuni degli otto fondi monomercato vengano gestiti in giurisdizioni diverse da quelle in cui sono domiciliati e quotati.

<sup>13</sup> Rating sul debito a lungo termine in moneta locale delle tre principali agenzie internazionali (Fitch, Moody's e Standard & Poor's).

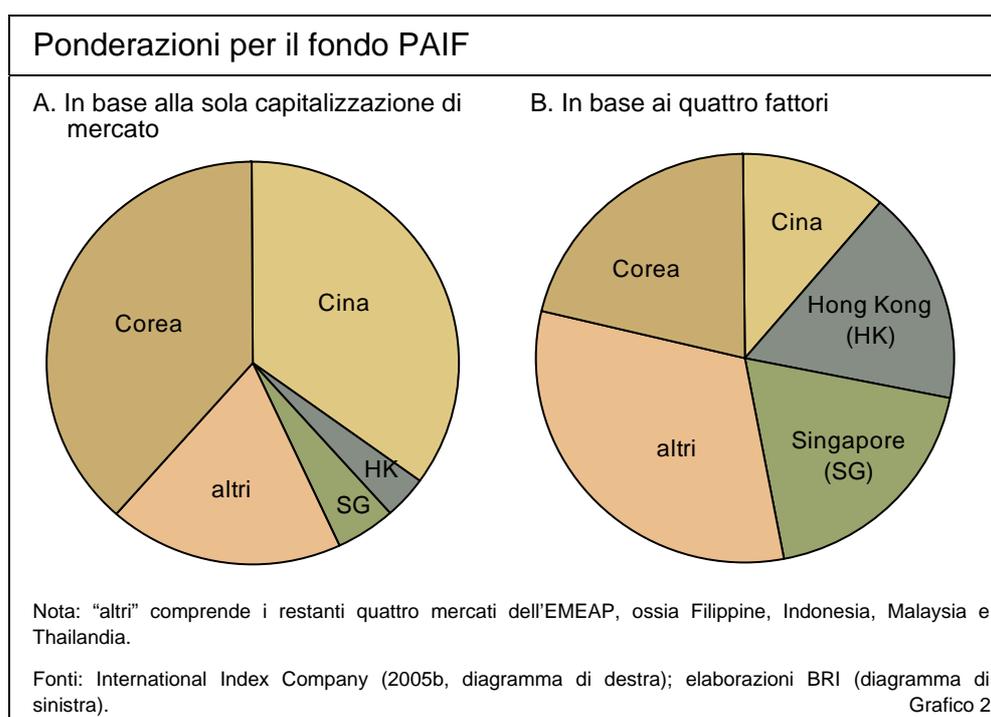
### Indicatore del grado di apertura del mercato

IIC, la società che generalmente si occupa degli indici benchmark per i nove fondi ABF2, ha elaborato un indicatore qualitativo che valuta il grado relativo di apertura degli otto mercati (IIC, 2005a). Nel far ciò, attraverso i suoi comitati Asian Index Committee e Asian Oversight Committee, IIC ha consultato vari operatori dei mercati internazionali e nazionali in modo da garantire la credibilità e la buona accoglienza degli indici elaborati (EMEAP, 2005). Qualunque valutazione del grado di apertura del mercato dovrebbe tenere conto di aspetti quali l'assenza di vincoli ai movimenti di capitale, il livello delle ritenute fiscali, la disponibilità di strumenti di copertura, le strutture di regolamento lordo in tempo reale e la possibilità di compensazione internazionale delle obbligazioni locali. All'aumentare del grado di apertura di un dato mercato (misurato dall'indicatore) corrisponderà un aggiustamento in suo favore dell'allocazione di portafoglio. I pesi dei singoli mercati, e quindi anche l'indicatore del loro grado di apertura, saranno rivisti ogni anno in settembre. La progressiva rimozione degli ostacoli troverà pertanto riscontro nel ribilanciamento del portafoglio regionale.

... che tengono conto dell'apertura del mercato

### Illustrazione del meccanismo

Il grafico 2 mostra gli effetti dell'aggiustamento sopra descritto, mettendo a confronto i pesi basati sui dati grezzi di capitalizzazione del mercato e quelli, aggiustati, del portafoglio PAIF al momento del suo lancio. Le due allocazioni differiscono considerevolmente. A seguito dell'aggiustamento le quote di Cina e Corea scendono sensibilmente al disotto dei rispettivi pesi calcolati in base alla capitalizzazione, mentre quelle dei restanti sei mercati crescono. In particolare, le quote di Hong Kong e Singapore risultano più che quadruplicate.



Vi sono almeno due modi in cui gli indici ABF2 contribuiranno allo sviluppo dei mercati obbligazionari asiatici in moneta locale. In primo luogo, essi forniscono un meccanismo dinamico che incentiva gli otto membri dell'EMEAP interessati a proseguire nel processo di liberalizzazione dei rispettivi mercati. Il grado di apertura del mercato costituisce infatti il principale fattore singolo di aggiustamento dei pesi dell'allocazione, che vengono rivisti annualmente. In secondo luogo, la trasparenza, la replicabilità e la credibilità di questi indici permetteranno loro di costituire il genere di benchmark già rivelatosi utile altrove per lo sviluppo dei mercati delle obbligazioni societarie.

## Conclusioni

L'ABF2 è un'iniziativa di cooperazione regionale mirata allo sviluppo dei mercati obbligazionari in moneta locale in Asia. Essa si differenzia da altre iniziative analoghe perché ha di fatto comportato la creazione concreta di fondi obbligazionari, fornendo un importante elemento di apprendimento sul campo che ha consentito all'EMEAP di individuare con precisione impedimenti di mercato significativi che non erano stati adeguatamente apprezzati in precedenza. Questo processo ha già permesso di rimuovere vari ostacoli a livello sia nazionale che internazionale, e fornisce altresì incentivi per continuare ad agire in tal senso.

Sarà importante verificare se il progetto getterà le basi per lo sviluppo di mercati in moneta locale per le obbligazioni societarie. Già adesso l'ABF2 sta portando strumenti nuovi sui mercati locali. Trattandosi di un fondo indicizzato aperto e quotato, il PAIF ha un costo relativamente basso, un taglio minimo contenuto ed è trasparente; esso ha il potenziale di richiamare un'ampia gamma di investitori istituzionali e al dettaglio. Il PAIF potrebbe pertanto concorrere ad allargare sia le opzioni di investimento sia la base degli investitori. Per cinque degli otto fondi monomercato (cui dovrebbe aggiungersene un sesto) è prevista la quotazione in borsa. Ad esempio, i fondi dedicati ai mercati di Hong Kong e di Singapore potrebbero configurarsi come *exchange-traded fund* (ETF) obbligazionari. Anche il fondo di investimento in Cina dovrebbe trasformarsi in ETF nella seconda fase dell'ABF2, e sia la Thailandia sia la Malaysia stanno lavorando attivamente alle proprie regolamentazioni in materia di ETF. L'introduzione di questi fondi e di una serie di indici benchmark trasparenti e replicabili per i mercati obbligazionari asiatici in moneta locale potrebbe agevolare lo sviluppo di altri prodotti a reddito fisso o derivati, come obbligazioni societarie e CDS.

Prossima fase:  
obbligazioni  
societarie?

## Riferimenti bibliografici

Amato, J. e J. Gyntelberg (2005): "CDS index tranche" e prezzaggio delle correlazioni di rischio creditizio", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 75-89.

Battellino, R. (2004): "Recent developments in Asian bond markets", discorso tenuto alla 17<sup>a</sup> Australian Finance and Banking Conference, dicembre.

Comitato sul sistema finanziario globale (1999): *How should we design deep and liquid markets? The case of government securities*, ottobre.

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

International Index Company (2005a): iBoxx ABF Index Family Guide, versione 2.0, aprile ([www.indexco.com/news/Attach/DM73/iBoxx\\_ABF\\_IndexGuide.pdf](http://www.indexco.com/news/Attach/DM73/iBoxx_ABF_IndexGuide.pdf)).

International Index Company (2005b): "iBoxx ABF bond indices launched", 12 maggio ([www.indexco.com/news/Attach/DM74/iBoxx\\_ABF2\\_BondIndices.pdf](http://www.indexco.com/news/Attach/DM74/iBoxx_ABF2_BondIndices.pdf)).

Jiang, G. e R.N. McCauley (2004): "I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 69-82.

Ma, G. e R.N. McCauley (2004): "Effectiveness of China's capital controls: some empirical evidence", studio presentato al secondo seminario KIEP-PRI "Financial independence and exchange rate regimes in East Asia", Tokyo, dicembre.

McCauley, R.N. (2003): "Flussi di capitali nell'Est asiatico dalla crisi del 1997", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 43-58.

McCauley, R.N. ed E. Remolona (2000): "Dimensione e liquidità dei mercati delle obbligazioni di Stato", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 58-67.

Sheng, A. (2005): "Corporate debt in Asia and Asian financial market development", discorso tenuto alla conferenza "Advancing East Asian Integration", 3-4 marzo.

Takeuchi, A. (2004): *Study of impediments to cross-border investment and issuance in Asian countries*, rapporto preliminare del progetto Asian Bond Market Initiative dell'ASEAN+3, novembre.

