

Des liens financiers plus étroits

L'Asie cherche à renforcer son intégration financière dans la région et le reste du monde

Agnès Belaisch et Alessandro Zanello

L'ESPOIR d'obtenir un meilleur partage des risques, une allocation plus efficiente des capitaux, des investissements plus productifs et enfin une hausse du niveau de vie pousse à resserrer les liens entre les systèmes financiers du monde. Les pays d'Asie, surtout les marchés émergents, participent activement à ce mouvement aux niveaux régional et mondial. Au niveau mondial, l'intégration de l'Asie dans le système financier international est déjà avancée. Au niveau régional, toutefois, l'intégration reste limitée.

Dans les années qui ont suivi la crise financière de 1997-98, les gouvernements d'Asie ont affirmé leur intention de pro-

mouvoir l'intégration financière régionale dans le double but de réduire les facteurs de vulnérabilité et d'améliorer l'allocation de l'épargne. Une série d'initiatives, qui vont du partage de l'information à la conclusion d'accords de financement en monnaie étrangère, ont été lancées pour accroître l'autosuffisance de la région. Les gouvernements prennent aussi des mesures pour approfondir les marchés obligataires régionaux afin de diminuer le recours aux emprunts bancaires et de protéger l'économie de la région contre la volatilité des flux de capitaux provenant d'une autre partie du monde.

Pourtant, malgré tous ces efforts, les marchés asiatiques de capitaux restent fragmentés. Les entreprises des pays émergents d'Asie préfèrent souvent lever des fonds sur les marchés des pays industrialisés que sur leur marché, et les émissions d'obligations en monnaies asiatiques sont relativement rares. Les pays émergents d'Asie n'investissent pas vraiment chez leurs voisins. Il reste de nombreux problèmes à résoudre si l'on veut mener à bien l'intégration financière, mais il est encourageant de savoir que l'Asie est bien placée pour accomplir cette tâche.

Où en est l'intégration financière?

Quels progrès l'Asie a-t-elle faits exactement vers l'intégration financière — nous entendons par là un processus graduel par lequel les flux transfrontaliers de capitaux augmentent, les mouvements des marchés financiers se synchronisent, les prix des produits et les infrastructures des marchés convergent vers l'adoption de normes communes?

On peut mesurer l'intégration financière par sa *portée géographique* — l'importance des liens régionaux par rapport aux liens extrarégionaux ou mondiaux. Selon la plupart des critères, l'intégration de l'Asie dans les marchés financiers mondiaux est déjà bien avancée. Par exemple, elle a beaucoup bénéficié de l'afflux net de capitaux privés vers les marchés émergents, qui ont reçu en 2003 et 2004 la moitié des apports mondiaux de ces fonds (graphique 1). Dans le même temps, beaucoup de pays asiatiques, en accumulant d'abondantes réserves de change officielles, ont pu acquérir une grande partie des obligations souveraines émises par des pays avancés.

Toutefois, d'autres indicateurs présentent une image plus nuancée. Le total des engagements extérieurs de l'Asie (total de l'investissement direct étranger (IDE), des prêts de l'extérieur et des actions détenues par des étrangers) représente actuellement 65 % environ du PIB total, soit moins que celui des pays émergents d'Amérique latine (où il atteint près de 80 %) et celui des États-Unis et de la zone euro (où il dépasse 100 %).

Les écrans de la Bourse de Tokyo où s'affichent les cours des valeurs.



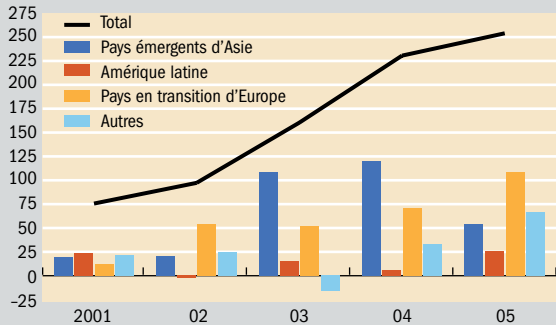


Graphique 1

Des flux irréguliers

Les pays émergents d'Asie reçoivent une grande part des flux nets mondiaux de capitaux privés à destination des pays émergents.

(flux nets de capitaux privés vers les pays émergents, milliards de dollars)



Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, données corrigées pour tenir compte de la recapitalisation des banques chinoises.

En outre, il varie beaucoup selon les pays asiatiques. Si dans certains, comme les Philippines, les abondants engagements financiers extérieurs sont dus à des emprunts publics, dans d'autres, comme la RAS de Hong Kong et Singapour, ils reflètent l'importance de ces centres financiers régionaux et leur forte intégration dans le marché financier mondial. En revanche, le ratio relativement faible des engagements extérieurs au PIB en Inde et en Chine suggère que ces pays ne sont pas profondément intégrés au système financier international (graphique 2).

Le manque de données complique l'évaluation de l'intégration financière régionale. On connaît mal les flux transfrontaliers bilatéraux de capitaux, ce qui rend difficile de savoir dans quelle proportion les investissements transfrontaliers proviennent de la région. Cela dit, la faible corrélation de la croissance de la consommation entre les pays émergents d'Asie porte à croire qu'il existe un potentiel de diversification inexploité.

On peut aussi mesurer l'intégration en fonction des *catégories d'actifs* — les liens transfrontaliers entre les systèmes bancaires, les marchés d'actions et les marchés d'obligations. Cette mesure montre elle aussi que l'intégration est inégale. Pour la *banque*, les données de 2004 montrent que le principal prêteur étranger est souvent européen ou américain. Les banques japonaises se classent troisièmes, sauf en Thaïlande, où elles arrivent premières. Toutefois, certaines données semblent indiquer un nouvel intérêt pour les acquisitions transfrontalières, surtout de la part des banques de Singapour, tendance qui coïncide avec l'essor des investissements vers l'étranger dans la région.

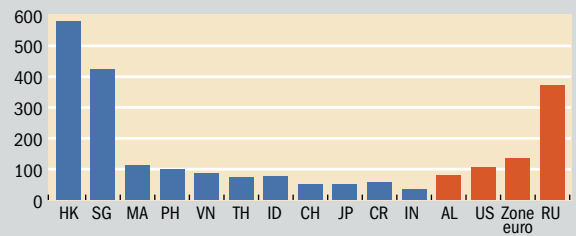
Les *marchés boursiers* d'Asie comptent peu de sociétés étrangères cotées et encore moins s'il s'agit de sociétés de la région. Dans certains pays d'Asie, les étrangers sont très présents sur ces marchés, mais peu d'entre eux proviennent des pays voisins (tableau 1). De plus, la part des actions étrangères cotées dans les bourses asiatiques diminue, les emprunteurs préférant émettre des certificats représentatifs d'actions étrangères à New York ou à Londres. La détention et le négoce par des étrangers de titres cotés en Asie se sont développés, mais les intervenants non résidents viennent rarement de la région. Par exemple, la participation d'investisseurs étrangers est forte à Hong Kong, où elle représentait plus de 30 % des transactions en 2004. Mais seuls 20 % de ces opérations sont dues à des citoyens asiatiques.

Graphique 2

Engagements extérieurs

Certains pays d'Asie ont bien plus d'engagements extérieurs que les autres, l'Inde et la Chine étant en retrait dans ce domaine.

(engagements financiers extérieurs, pourcentage du PIB, 2004)



Source : Lane and Milesi-Ferretti, 2006.

Note : HK = Hong Kong (RAS), SG = Singapour, MA = Malaisie, PH = Philippines, VN = Vietnam, TH = Thaïlande, ID = Indonésie, CH = Chine, JP = Japon, CR = Corée, IN = Inde, AL = Amérique latine, US = États-Unis, RU = Royaume-Uni.

Sur les *marchés d'obligations*, l'intégration régionale est aussi limitée. Beaucoup des obligations en monnaie étrangère, dont le nombre augmente, émises par des emprunteurs souverains et des entreprises d'Asie sont libellées en dollars EU (graphique 3) et négociées hors de l'Asie, pour 80 % aux États-Unis et en Europe. Certaines données montrent cependant que les investisseurs asiatiques présents sur ces marchés absorbent une bonne part de ces émissions. Toutefois, la forte intégration des marchés d'obligations en monnaie étrangère ne concerne pas les titres en monnaie locale. Jusqu'à présent, on ne constate guère de signes que les Asiatiques investissent dans les obligations des pays voisins, malgré les initiatives en cours qui visent à promouvoir les portefeuilles transfrontaliers.

Avantages que l'Asie peut tirer de l'intégration

Les pays émergents d'Asie recueillent déjà les bénéfices de la diversification par leur participation au marché financier planétaire, mais, s'ils développaient les liens intrarégionaux, ils pourraient obtenir d'autres avantages, notamment :

- **La stabilisation de l'accès aux capitaux.** L'intégration financière régionale pourrait éliminer la nécessité d'opérer l'in-

Tableau 1

Faible intégration des marchés boursiers

Sur nombre de marchés boursiers asiatiques, les sociétés étrangères cotées sont peu nombreuses et encore plus rares sont les intervenants du reste de l'Asie.

(activité des détenteurs étrangers de titres, en pourcentage du total des transactions)

Marché boursier	1996	2004
Hong Kong (RAS)	31,0	36,0
(par des étrangers asiatiques)	(8,1)	(7,2)
Bourses japonaises	...	28,7
(par des étrangers asiatiques)	...	(6,1)
Thaïlande	...	30,0 ¹
Corée	6,02	22,5
Inde	...	20,7
Taiwan (PCD)	...	11,3 ¹
Chine (Shenzhen)	...	2,7 ²

Source : bourses.

Note : ... indique l'absence de données.

¹Titres détenus par des étrangers en pourcentage du total.

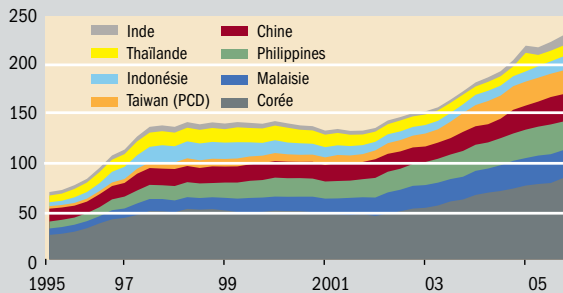
²Investisseurs étrangers en pourcentage de la capitalisation du marché.

Graphique 3

Une intégration internationale plus poussée

Les émissions obligataires en dollars par les pays et les entreprises asiatiques ont fortement augmenté.

(encours des obligations internationales émises par l'Asie, milliards de dollars)



Source : Banque des règlements internationaux.

termédiation de l'épargne asiatique à l'extérieur de la région et donc réduire sa vulnérabilité aux brusques retraits de capitaux déclenchés par des informations inexactes émanant de sources extérieures. L'intégration financière, en approfondissant les marchés régionaux de capitaux et en offrant de nouvelles sources de fonds, pourrait aussi diminuer le recours aux banques comme principal moyen de financement du secteur privé, ce qui pourrait renforcer la capacité de résistance des entreprises.

- **La baisse des coûts de financement et l'augmentation des investissements.** L'intégration accroît les flux de capitaux et la liquidité des marchés financiers nationaux tout en stimulant la concurrence entre institutions. La zone euro donne un bon exemple de cette dynamique. L'intensification de la concurrence amène une amélioration de la transparence et de la gouvernance qui, dans un cercle vertueux, peut attirer plus de capitaux vers la région. Cela se traduit par une baisse des primes de liquidité et du coût de l'emprunt qui stimule la prise de risque et l'investissement.

- **La prise en compte de la discipline de marché dans les politiques macroéconomiques.** Une intégration financière plus poussée pourrait obliger les politiques macroéconomiques à mieux respecter la discipline du marché et, dans le cadre d'un programme politique plus général, accroître la stabilité régionale.

Ainsi, des marchés financiers plus profonds et plus étroitement liés bénéficieraient à l'Asie. En effet, ses systèmes financiers sont en majorité axés sur les banques, les marchés d'actions et d'obligations privées étant en général moins actifs que ceux des pays développés (tableau 2). La Malaisie et la Corée font exception parce que leurs marchés d'obligations d'entreprises, en pourcentage du PIB, sont parmi les plus animés du monde depuis l'effondrement des prêts bancaires à la fin des années 90. Toutefois, l'activité des marchés locaux d'obligations s'est généralement accrue en Asie, du fait que les États ont beaucoup emprunté afin de financer la restructuration des banques et les déficits budgétaires croissants à la suite de la crise financière. En revanche, l'activité des marchés d'actions a diminué depuis, en partie parce que les émetteurs asiatiques bien notés ont émigré vers des places plus développées.

Dans l'avenir, l'évolution du commerce régional et l'abondance des liquidités agiront probablement comme catalyseurs pour le renforcement des liens financiers dans l'ensemble de la

région. Le commerce intrarégional représente actuellement 40 % environ des échanges de l'Asie, contre moins de 30 % dans les années 80. Il peut augmenter encore. Ainsi, dans la zone euro, le commerce intrarégional représente presque 70 % du total des échanges. L'intensification de la demande régionale et la croissance du commerce stimuleront les marchés asiatiques d'actifs et renforceront en même temps les interconnexions régionales. Le resserrement des liens entre les systèmes financiers d'Asie pourrait offrir des instruments de financement et de couverture qui appuieraient les activités commerciales de la région. Globalement, la croissance du commerce intrarégional en Asie facilitera l'intégration financière et sera stimulée par elle.

Quant à la liquidité, elle est excédentaire dans la région sous l'effet conjugué d'une épargne nationale élevée et d'un faible investissement intérieur dans la plupart des pays (voir page 32), auxquels s'ajoutent les récentes poussées des entrées de capitaux et les interventions (non stérilisées) qu'elles ont entraînées. En conséquence, l'Asie est devenue exportatrice nette de capitaux, ce qui amplifie les déséquilibres déjà énormes des comptes courants mondiaux. L'approfondissement de l'intégration financière régionale permettrait de répartir cette liquidité dans la région, de stimuler les investissements intérieurs et de réduire sans heurt les excédents extérieurs.

Prendre l'initiative

Les décideurs des pays d'Asie ont lancé plusieurs initiatives en vue d'approfondir leurs marchés nationaux et de créer un système panasiatique pour les pays qui n'atteignent pas la taille nécessaire pour alimenter un marché financier national suffisamment liquide. Beaucoup de pays ont aboli les restrictions sur le compte de capital qui faisaient obstacle aux flux transfrontaliers. Il faut cependant prendre d'autres mesures pour faciliter le développement de systèmes financiers régionaux. Cela nécessite des réformes pour donner confiance aux émetteurs, élargir la base d'investissement et édifier les infrastructures du marché (systèmes de compensation et de règlement et agences de notation). Les normes de réglementation et de contrôle des banques doivent s'aligner sur les meilleures pratiques internationales, et il faut qu'un cadre de contrôle consolidé accompagne la consolidation transfrontalière. Comme dans la zone euro, on peut obtenir ce résultat par la collaboration entre les autorités nationales de contrôle ou par la création d'un organisme de contrôle supranational, limité peut-être aux principaux intervenants financiers de la région.

Sous l'égide de l'ASEAN + 3 (groupe des 10 nations d'Asie du Sud-Est plus Chine, Corée et Japon) et d'autres organisations, l'action s'est jusqu'à présent centrée sur le renforcement des marchés d'obligations dans le cadre de l'initiative concernant les marchés obligataires asiatiques. Les gouvernements ont pris des mesures pour étendre la courbe des rendements (notamment en Malaisie et en Corée), accroître les émissions d'obligations publiques servant de référence (Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines et Singapour) et encourager l'expansion des titres adossés à des actifs, des obligations islamiques et des obligations en monnaie locale offertes par les banques de développement multilatérales et la Banque pour la coopération internationale du Japon. Deux fonds obligataires japonais ont été lancés avec succès (pour investir dans des obligations libellées en dollars ou en monnaie locale émises par des entités asiatiques souveraines et quasi souveraines). Des obligations panasiatiques (titres garantis utilisant des obligations de petites



Tableau 2

Un meilleur équilibre serait souhaitable

L'Asie doit développer ses marchés d'actions et d'obligations pour être moins tributaire du crédit bancaire.

(pourcentage du PIB, 2004)

	Système bancaire ¹			Encours des titres d'emprunt intérieurs par émetteur				Capitalisation ²
	Dépôts	Crédit privé	Actifs	Total	Entreprises	Institutions financières	Secteur public	
Pays émergents d'Asie								
Chine	177	141	223	27	1	9	17	27
Corée	70	89	108	72	22	28	22	52
Hong Kong (RAS)	257	149	480	27	3	15	9	522
Inde	57	38	65	32	0	0	32	109
Indonésie	42	23	46	21	1	1	18	30
Malaisie	102	105	128	91	38	14	38	154
Philippines	51	30	79	31	31	34
Singapour	108	103	189	59	5	15	39	197
Thaïlande	85	75	103	37	11	4	21	68
Pays avancés								
États-Unis	34	46	70	159	22	91	46	138
Japon	122	106	153	174	16	25	133	119
Zone euro	87	115	315	120	12	40	68	84

Sources : FMI, *International Financial Statistics* et estimations; organismes de contrôle bancaire et banques centrales; Banque des règlements internationaux; Fédération mondiale des bourses (WEF).

Note : ... indique l'absence de données.

¹Uniquement banques commerciales qui acceptent des dépôts.

²Les chiffres afférents à la capitalisation du marché boursier excluent les fonds d'investissement, les dérivés, les sociétés étrangères et les sociétés dont la seule fonction est de détenir des actions d'autres sociétés cotées.

et moyennes entreprises comme actifs sous-jacents) ont été créées grâce à une collaboration entre la Corée et le Japon. La Thaïlande a posé les fondements juridiques d'une obligation asiatique libellée en baht. On réfléchit beaucoup à la possibilité de créer un mécanisme régional de garantie et un système commun de compensation et de règlement. Enfin, on recherche les moyens de renforcer le rôle des agences locales de notation.

Le resserrement des liens financiers apporte des bienfaits, mais il nécessite des politiques et des institutions solides, ainsi que des mécanismes permettant de limiter les nouveaux risques que pourrait engendrer l'ouverture des systèmes financiers. Les gouvernements d'Asie, conscients que l'intégration financière risque d'amplifier les circuits par lesquels les chocs se transmettent d'un pays à l'autre, ont pris des mesures pour surveiller les points faibles du système financier afin de réagir rapidement en cas de crise. Par exemple, les pays de l'ASEAN + 3 renforcent actuellement le partage de leurs informations afin de mieux suivre les flux de capitaux à court terme. Des groupes de surveillance ont également été créés pour permettre aux décideurs d'échanger les informations et de coopérer dans le domaine de la réglementation. Les gouvernements d'Asie ont mis en place des mécanismes solides de soutien financier dans le cadre de l'initiative de Chiang Mai afin de lutter contre les perturbations causées par les fluctuations des flux de capitaux et de maintenir la stabilité du taux de change.

Vers l'intégration monétaire?

Pour beaucoup d'observateurs de l'Asie, les progrès de l'intégration financière et du commerce intrarégional laissent présager l'adoption d'une monnaie régionale commune et la création d'une union monétaire asiatique, sur le modèle de l'euro. L'expérience de l'Europe montre qu'une union monétaire impose des conditions de coordination des politiques et de renforcement des institutions que l'Asie ne pourra pas remplir sans une volonté politique claire et un effort soutenu pendant des générations. Elle est encore loin de la prise de conscience de cet objectif commun. Il existe d'autres obstacles, notamment l'absence d'institutions communes, l'extrême di-

versité des structures politiques et l'inégalité des stades de développement. Les différences entre les structures de production posent un problème particulier parce qu'elles augmentent la probabilité des chocs asymétriques qui exigent des réactions différentes selon les pays, impossibles dans le cadre d'une union monétaire. On peut donc affirmer sans risque que l'objectif d'union monétaire de l'Asie est pour le moins lointain. Cela dit, les politiques nécessaires pour édifier une économie régionale puissante facilitent aussi la convergence des conditions économiques entre les pays.

Pour le moment, les économies d'Asie ont surtout besoin de systèmes de change suffisamment souples pour amortir les chocs qui frappent spécialement un pays. Bien que certains aspects de l'intégration financière (par exemple la transformation des marchés locaux en un marché régional à activités multiples) ne soient peut-être pas réalisables en l'absence de monnaie commune, les systèmes de change flexibles peuvent appuyer les efforts actuels de renforcement des liens économiques régionaux.

L'expérience de l'accord de libre-échange en Amérique du Nord souligne les avantages des taux de change flexibles et des politiques monétaires axées sur une faible inflation, à condition de contenir toute volatilité excessive. En effet, malgré les fluctuations de leurs taux de change, les pays d'Amérique du Nord ont mis en place des chaînes de l'offre bien organisées, des flux abondants d'IDE intrarégional, des comptes de capital ouverts et des systèmes financiers stables.

C'est le moment d'approfondir l'intégration

L'Asie a beaucoup progressé vers l'ouverture de son système financier et elle connaît les avantages qu'elle peut tirer d'une intégration plus profonde. Les pays émergents d'Asie sont des acteurs de premier plan dans le commerce mondial et reçoivent une bonne part des flux nets de capitaux privés à destination des marchés émergents. Le développement de marchés régionaux de capitaux offre des bénéfices considérables, surtout parce qu'il renforce l'intégration dans le système financier mondial.

Néanmoins, beaucoup de problèmes subsistent et la tâche est complexe. Pour la mener à bien, les décideurs de l'Asie devront résoudre des questions délicates, notamment l'échelonnement des réformes, l'équilibre souhaitable entre les priorités du pays et celles de la région, les compromis éventuels entre l'intégration financière mondiale et régionale, et les rôles relatifs des gouvernements et des marchés dans l'orientation du processus. La conjugaison de conditions économiques favorables et d'une volonté d'intégration clairement manifestée peut créer un environnement propice pour que le débat politique se développe et que l'intégration financière de l'Asie continue de progresser. ■

Agnès Belaisch est économiste principale au Bureau de Paris du FMI et Alessandro Zanello est Sous-Directeur du Département Asie et Pacifique du FMI.

Bibliographie :

Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).