

# FLUX FINANCIERS ET MARCHÉS ÉMERGENTS EN ASIE

PIETER VAN DIJK \*

## *Évolution des flux de capitaux internationaux*

Les principaux pays en développement emprunteurs ont attiré en 1996 des fonds externes nets d'un montant d'environ 285 milliards de dollars (c'était encore 205 in 1995). Grâce au resserrement récent des conditions sur les marchés de capitaux internationaux après la crise de la Thaïlande de 1997, l'Institut pour la Finance International (International Finance Institute à Washington) atteint 261 milliards de dollars en 1997 (*Financial Times* 12-9-1997). La présente contribution analyse le contexte dans lequel s'inscrit l'émergence rapide des marchés de capitaux en Asie<sup>1</sup>. Elle présente ensuite brièvement les fonctions de ces marchés avant de traiter du rôle des marchés de capitaux nationaux et de la contribution de marchés de capitaux internationaux en Asie de l'Est. La plupart des exemples sont tirés des économies d'Asie hautement performantes (EAHP) décrites dans l'ouvrage de la Banque mondiale sur le « miracle de l'Asie de l'Est » (World Bank 1993), à savoir : la Corée du Sud, l'Indonésie, le Japon, la Malaisie, Singapour, Taiwan et la Thaïlande<sup>2</sup>.

Au cours des dernières années, les marchés financiers se sont développés partout dans le monde à une vitesse bien supérieure à celle de l'économie dans son ensemble. Cela est particulièrement vrai des marchés émergents d'Asie, d'Amérique latine et d'Europe de l'Est. Le tableau 1 présente le total des flux nets de ressources à long terme à destination des marchés émergents. L'augmentation de ces flux financiers est associée à l'amélioration des politiques macro-économiques et aux réformes structurelles engagées dans de nombreux pays en développement. Elle a contribué à la vigueur de leur croissance économique. En 1996 les investisseurs et bailleurs de fonds privés ont fourni 85 pour

159

\* Economiste, IHS et professeur associé, Faculté d'économie, Université Erasmus, Rotterdam.

1. Un marché de capitaux émergent est également défini comme une bourse de valeurs dans un pays dont le revenu par habitant était inférieur ou égal à 8 355 dollars en 1992 (World Bank News, Vol. XIII, No. 27).

2. Les EAHP sont principalement des pays d'Asie de l'Est. La BAD (1995) traite de 36 pays d'Asie. Dans son ouvrage sur les marchés des capitaux émergents, la SFI (1994) diffuse des informations sur les pays suivants: Bangladesh, Chine, Inde, Indonésie, Iran, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Corée du Sud, Taiwan et Thaïlande.

cent des fonds externes nets aux principaux pays émergents. Depuis la crise mexicaine en 1994 les flux de capitaux mondiaux n'ont même pas diminué. Cependant, les différences sont grandes dans la nature et la destination des flux financiers.

Les flux créditeurs publics ajoutés aux flux privés constituent le total des flux de capitaux mondiaux. L'importance des créditeurs publics comme sources de fonds pour les pays émergents a diminué entre 1991 et 1996. L'aide publique au développement est restée stable en 1994, à 55 milliards de dollars, soit l'équivalent d'un tiers de l'ensemble des flux d'origine privée, mais a diminué depuis. En 1992, ces fonds représentaient près de 35 pour cent du montant total net des financements extérieurs, contre 15 pour cent en 1996.

Le tableau 1 indique une stagnation des flux d'aide publique au développement et une augmentation des prêts et actions privés à destination des pays émergents. Le tableau fait également apparaître une augmentation rapide des investissements de portefeuille, qui constitue un phénomène relativement récent. Les marchés émergents présentent d'ores et déjà un taux de croissance économique plus élevé que celui des pays de l'OCDE<sup>3</sup>. Les taux de croissance de leurs marchés financiers sont encore plus élevés.

Tableau 1 :  
*Total des flux nets des ressources vers les marchés émergents*

	1983	1986	1989	1992	1994	1996
<i>Financement public</i>	34,8	43,9	41,1	54,6	54,5	40,8
Dons/prêts multi/bi	21,9	27,8	33,8	48,3	30,5	31,3
Prêts publics						
aux conditions du marché	12,9	16,1	7,3	6,3	24,0	9,5
<i>Financement privé</i>	39,3	19,9	38,4	102,1	172,9	243,8
Obligations	1,6	0,8	4,2	6,3	29,3	46,1
Banques commerciales	23,4	1,8	3,9	18,5	55,5	34,2
Autres fin. privé *	5,7	6,7	2,0	16,8	—	8,3
Investissement dir. étr.	8,6	10,1	24,7	47,3	77,9	109,5
Actions de portefeuille	0	0,6	3,5	13,1	39,5	45,7
<i>Total des flux nets de res.</i>	<i>74,1</i>	<i>63,9</i>	<i>79,5</i>	<i>156,6</i>	<i>227,4</i>	<i>284,6</i>
<i>Transfert net total</i>	<i>9,7</i>	<i>-5,1</i>	<i>2,3</i>	<i>79,6</i>	<i>156,6</i>	<i>227,4</i>

Source : World Bank (1997).

\* *Autres financement privés, ou crédits non bancaires, sont définis comme la somme des ressources extérieures nettes fournies par les créditeurs, les émissions d'obligations, les placements privés enregistrés, y compris les estimations des intérêts dus mais non payés ou rééchelonnés, et y compris les flux*

3. *Dans l'ensemble, le PIB en termes réels a cru de près de 5 pour cent en 1994 dans les pays émergents, avec un taux de croissance de la production de 9 pour cent dans les économies asiatiques et de près de 4 pour cent en Amérique latine.*

*estimés de crédateurs privés autres que les banques commerciales résultant des accords de remise de dette.*

Le total des flux de capitaux privés internationaux à destination des pays en développement a augmenté à la fin des années 80, et surtout au début des années 90, dépassant le montant total de l'aide publique au développement dès le début des années 90. Du côté de l'offre, l'accumulation rapide des disponibilités prêtes à être investies par les fonds de pension et les compagnies d'assurances en Europe conduit ces organismes à explorer de nouvelles opportunités. Le progrès technique constitue le deuxième processus majeur en cours. L'amélioration des communications et l'utilisation accrue des ordinateurs ont radicalement modifié le système financier international.

En 1990, les flux privés se montaient à 47 milliards de dollars seulement (aux prix de 1994), mais ont augmenté pour atteindre 64 milliards en 1991 et 102 milliards en 1992. C'est en 1993 qu'est intervenu le grand bond, lorsque le total des flux de capitaux privés internationaux a atteint 166 milliards de dollars, puis 173 milliards en 1994. En 1997, les flux financiers privés ont encore augmenté jusqu'au 244 milliards de dollars. En valeur absolue, c'est la Chine qui accueille le plus de capitaux privés étrangers. Par habitant, ce sont la Hongrie et la Malaisie qui sont les premiers destinataires des capitaux privés étrangers.

### *Comparaison entre l'Asie et l'Amérique latine*

161

Le tableau 2 permet de comparer les grandes régions : Asie, Amérique latine, Europe centrale et orientale, et le reste du monde. Les flux privés sont définis ici comme la somme nette des investissements nets en actions, des crédits des banques commerciales et des crédits non bancaires. Deux éléments ressortent de ce tableau : tout d'abord, un accroissement important des flux de capitaux privés sur tous les marchés depuis 1993 ; puis une réduction brutale en 1995. Ces flux s'étaient déjà ralentis en 1994, mais ils ne devraient représenter en 1995 que 50 pour cent environ du niveau atteint l'année précédente.

L'essentiel de cette décroissance concernait l'Amérique latine où les flux privés (sur une base nette) devraient quasiment tarir. Cela signifie qu'en Amérique latine, les sorties nettes de valeurs en portefeuilles — particulièrement les avoirs en portefeuilles de bons et d'obligations — devraient être pratiquement aussi importantes que les nouvelles entrées de capitaux privés (investissement direct étranger, prêts bancaires et crédit non bancaire).

Selon le *Financial Times* (12-9-1997) la crise financière actuelle en Asie de l'Est et surtout en Thaïlande, n'aura pas un effet à long terme sur les flux de capitaux allant du Nord vers le Sud et l'Est. Le niveau bas du taux d'intérêt aux Etats Unis assurera un flux continu de capital aux marchés émergents. Egalement les flux en Europe de l'Est, Afrique et Moyen-Orient continueront à monter.

L'investissement direct étranger est généralement la composante la plus prisée des flux de capitaux internationaux car, par nature, il est réalisé à long terme et contribue à la stabilité. Si les flux de portefeuille peuvent rapidement quitter un marché en quête de rendements plus élevés ailleurs, l'investissement direct étranger prend souvent la forme d'outils de production et d'autres valeurs physiques et ne peut être rapatrié qu'après une période plus longue. C'est ce qui le rend plus stable dans le temps que les flux de portefeuille.

Tableau 2 :  
Comparaison des flux de capitaux par région, selon les années  
(milliards de dollars)

Flux privés	1990	1992	1993	1994	1995	1996
Amérique latine	12,5	28,7	59,8	53,6	54,3	74,3
Asie de l'Est/Pacifique	19,3	36,9	62,4	71,0	84,1	108,7
Asie Centrale/L'Europe de l'Est	9,5	21,8	25,6	17,2	30,1	31,2
Afrique Sub-Saharienne	0,3	- 0,3	- 0,5	5,2	9,1	11,8
Moy.-Orient/Afrique du Nord	0,6	0,5	3,9	5,8	1,4	6,9
Asie du Sud	2,2	2,9	6,0	8,5	5,2	10,7
Total des flux privés	44,4	90,6	157,1	161,3	184,2	243,8

Source : World Bank (1997).

Au début des années 90, les fonds publics ont joué un rôle assez mineur en Amérique latine. La situation a radicalement changé en 1995 où plus de 95 pour cent des flux nets de capitaux devaient être d'origine publique. La progression spectaculaire des capitaux publics vers l'Amérique latine au cours de cette année est la conséquence de l'aide apportée au Mexique après la crise. Il y a eu une baisse significative des flux nets d'investissements en actions et des flux en provenance des banques commerciales, mais le retournement majeur est venu en 1996 du flux négatif de 43 milliards de dollars à destination des autres créiteurs privés <sup>4</sup>. Après une remontée en 1996, les flux privés à l'Amérique latine diminueront peut-être 10 pour cent en 1997 <sup>5</sup>.

Jusqu'à présent les flux volatiles (« hedge funds », capitaux se déplaçant rapidement d'un pays à l'autre) ne jouent pas un rôle si important en Asie. Les économies asiatiques disposent d'abondantes réserves

4. C'est-à-dire la dette contractée auprès de prêteurs privés, les obligations détenues par des créiteurs privés et les placements privés connus.

5. On peut noter un net accroissement de l'investissement direct étranger en Amérique latine (en dollars). Pourtant il sort que les flux d'investissement direct étranger vers l'Amérique latine en 1996 soient demeurés équivalents à ce qu'ils étaient en 1993.

monétaires. D'après les estimations, les réserves totales de sept pays importants d'Asie de l'Est (Japon non compris) sont pratiquement équivalentes aux réserves monétaires totales des pays du G7. Ces réserves sont particulièrement utiles pour stabiliser la monnaie locale.

L'Asie diffère également du reste du monde par la très grande efficacité de ses marchés extraterritoriaux. Ceux-ci se sont développés en Europe dans les années 70 à la suite du premier choc pétrolier, puis en Asie dans les années 80. Singapour et Hong Kong en sont de bons exemples. Ces marchés extraterritoriaux servent d'intermédiaires avec les marchés voisins plus étroits (comme l'Indonésie ou la Malaisie). Les entreprises privées de ces pays ont très bien su utiliser de tels marchés pour obtenir des services inexistantes sur place.

Enfin, les marchés financiers locaux sont encore sous-développés dans la plupart des pays asiatiques, par la quantité de monnaie qu'ils drainent et par les instruments qu'ils proposent. Ainsi les marchés obligataires et d'instruments de la dette sont peu élaborés par rapport aux bourses de valeurs. Il y a là un potentiel encore sous-exploité dans les pays d'Asie, comme le montrent l'importance des arrivées de capitaux privés et le taux de croissance de leur économie.

Si l'on comparait la part de l'Asie à celle des autres régions sur les marchés financiers, elle paraîtrait sans doute faible, compte tenu du niveau de ces pays en termes de revenu national, d'échanges et d'épargne locale. Mais ils comptent au nombre de ceux dont la croissance est la plus rapide au monde, et les perspectives de développement sont vastes. Le financement des infrastructures est l'un des domaines où les besoins sont énormes. Mais la structure actuelle du marché (offre de capitaux à court terme *via* des mécanismes publics) ne peut satisfaire les besoins de financement à long terme du secteur privé.

163

### *Marchés des capitaux nationaux*

Les marchés des capitaux nationaux reposent massivement sur l'épargne intérieure. Pendant des années, les taux d'épargne ont été nettement supérieurs en Asie aux niveaux observés aux États-Unis ou en Europe. Entre 1960 et 1990, l'épargne et l'investissement ont considérablement augmenté dans les EAHP, dépassant largement les performances d'autres régions en développement (World Bank 1993, p. 41). En réalité, les EAHP sont exportateurs de capitaux, dans la mesure où le niveau de leur épargne est supérieur à celui de leurs investissements.

La Banque mondiale explique les forts taux d'épargne observés en Asie comme le résultat du rythme soutenu de la croissance et de la transition démographique. En outre, la politique gouvernementale a incité, et dans certains cas imposé, cette augmentation de l'épargne en recourant à divers moyens, tels que :

— le maintien de la stabilité macro-économique, qui garantit un taux d'intérêt positif en termes réels et souvent un volume important d'épargne publique ;

— des politiques d'incitation à l'épargne, *via* par exemple une amélioration du contrôle réglementaire des banques (notamment des dispositions visant à promouvoir la solvabilité des banques) ou l'octroi d'une assurance pour les dépôts. De nombreux organismes d'épargne postale ont été mis sur pied et dans certains cas, les EAHP ont essayé de contraindre la population à épargner au moyen, par exemple, des plans de retraites obligatoires ;

— une réduction des coûts de transaction pour les petits épargnants (suppression des montants de dépôts minimums, par exemple) ;

— de nombreux gouvernements des pays de l'Asie de l'Est sont allés plus loin en protégeant les banques existantes de la concurrence des banques étrangères ou de nouveaux concurrents nationaux (World Bank 1993, p. 215) ; à l'exception de Hong Kong, de l'Indonésie et de Singapour, qui accueillent favorablement l'ouverture de nouvelles banques ;

— les pouvoirs publics ont traité le cas des organismes financiers en difficulté ;

— enfin, à l'exception de Hong Kong et de Singapour, toutes les EAHP ont à un moment ou à un autre réglementé simultanément les taux de dépôt et de prêts, et, en conséquence, les écarts de taux observés dans les organismes financiers (World Bank 1993, p. 217).

Ces politiques favorables à l'épargne ont contribué aux taux d'investissements élevés dans les EAHP. La Banque mondiale note (*ibid.*, p. 221) que dans ces pays, l'investissement privé a atteint en moyenne environ 77 pour cent du PIB, soit plus que dans d'autres pays à revenu faible ou moyen. Les investissements publics complémentaires d'infrastructures et la garantie des droits de propriété ont également stimulé ces investissements.

Les investissements ont également bénéficié de l'amélioration et de la création de marchés des actions et des obligations. Par ailleurs, de nombreuses EAHP ont créé des banques de développement visant à assouplir les contraintes pesant sur les marchés des capitaux à long terme, ainsi que des organismes spécialisés chargés d'apporter un financement à l'agriculture et aux petites et moyennes entreprises. Enfin, les gouvernements des EAHP ont favorisé l'investissement à l'aide d'un large éventail d'autres mécanismes, conçus pour rendre les investissements privés plus attrayants (faible taux d'imposition des sociétés, politique de maîtrise du coût relatif des biens d'équipement, etc.).

La croissance de la capitalisation boursière dans les EAHP a été très rapide pendant les années 80, bien que la volatilité des prix des actions,

due aux pressions spéculatives et aux entrées de capitaux, ait pu en faire un indicateur moins fiable des investissements rentables (*ibid.*, p. 226). Dans les années 90, le recours aux marchés des capitaux s'est répandu très rapidement dans les pays en développement. « Dans sept des principaux pays en émergence, les émissions d'actions et d'obligations nouvelles ont augmenté respectivement de 41 et 68 pour cent en 1990-92 » (Glen et Pinto, 1995). Cependant, la Banque mondiale (World Bank 1993, p. 224) affirme que les marchés des actions et des obligations ont joué un rôle relativement réduit dans le financement des pays d'Asie. Entre 1970 et 1990, les obligations ont représenté moins de 10 pour cent du financement des entreprises au Japon, en Corée, en Malaisie, à Taiwan et en Thaïlande (*ibid.*, p. 24). Les marchés des obligations jouent aujourd'hui un rôle plus important dans les économies d'Asie parvenues à une plus grande maturité.

Les marchés des actions ont eu tendance à suivre plus qu'à précéder le décollage économique des EAHP (World Bank 1993, p. 226). Avant leur hausse remarquable à la fin des années 80, les marchés boursiers asiatiques ont joué un rôle mineur dans la mobilisation du capital (sauf en Corée du sud et à Taiwan). Depuis 1985 néanmoins, les émissions d'actions nouvelles se sont multipliées et la part des prises de participation dans les financements extérieurs s'est considérablement accrue.

Au niveau national, les marchés boursiers (actions) et obligataires constituent les deux composantes majeures des marchés des capitaux. Dans la plupart des EAHP, la politique gouvernementale a contribué à l'expansion du secteur financier et à une meilleure allocation des capitaux. Outre l'amélioration du fonctionnement des marchés des capitaux privés, les pouvoirs publics des pays d'Asie de l'Est se sont efforcés d'affecter les crédits directement aux activités prioritaires. Cet aspect fait concurrence à l'objectif de développement du secteur financier privé.

En ce qui concerne les marchés de capitaux, la politique mise en œuvre par les pouvoirs publics dans les EAHP a amélioré la sélection et le contrôle des investissements. La Banque asiatique de développement (BAD, 1995, p. 223) a récapitulé les mesures de politique financière adoptées par quelques-uns de ses pays membres en 1994-1995, notamment dans les domaines suivants : propriété, implantation d'entreprises nationales et étrangères, gamme des services disponibles, contrôle des intérêts et provision pour le rachat de la dette publique, bonification d'intérêts et contrôle du crédit, normes de fonds propres, réglementation du secteur bancaire, protection des investisseurs, publication d'informations, cadre légal et comptable <sup>6</sup>.

6. Les taux d'intérêts ont été quelquefois bonifiés par les banques publiques pour des secteurs stratégiques, mais les prêts ont été généralement remboursés et des critères de résultats assez stricts ont été appliqués de manière à limiter les subventions.

Il est possible d'expliquer la croissance des marchés boursiers asiatiques en faisant référence aux vastes réformes macro-économiques et structurelles engagées. Par ailleurs, il convient de mentionner l'amélioration du cadre institutionnel de ces pays, notamment en ce qui concerne les procédures de règlement et de compensation, la création d'un environnement réglementaire plus transparent et la levée des restrictions sur les avoirs détenus par les étrangers. Enfin, les privatisations ont stimulé la capitalisation des marchés boursiers. Autrefois qualifiés de « casinos glorifiés » (*glorified casinos*, *Financial Times* 31-1-1991), dans les pays émergents, les marchés boursiers sont en train de devenir des instruments relativement efficaces pour accroître le financement par actions <sup>7</sup>.

L'intensité financière, mesurée par l'agrégat M2 (dépôts à terme plus dépôts à vue)/PIB a augmenté considérablement dans les EAHP au cours des 30 dernières années, par rapport à l'Amérique latine et à l'Afrique subsaharienne. L'agrégat suivant (M3/PIB) fait apparaître la même tendance (*ibid.*, p. 274). La BAD (1995) compare l'importance des circuits financiers de chaque pays en recourant à divers indicateurs. A chaque fois, les pays présentant le ratio le plus élevé (les circuits les plus denses) tendent à être ceux dont les niveaux de PNB par habitants sont les plus élevés, à savoir la Corée et Taiwan en Asie de l'Est.

Les données disponibles pour l'Amérique latine montrent également que l'intensité financière s'est accrue au cours de la seconde moitié des années 80 dans la plupart des pays latino-américains (World Bank 1993, p. 275). Les pourcentages pour les années 70, 80 et 90 restent néanmoins inférieurs à ceux des EAHP. La principale différence tient à ce que les pays d'Amérique latine ont ouvert l'accès à leurs marchés financiers, tandis qu'en Asie l'intensification a été le résultat de l'envergure des marchés financiers nationaux.

La libéralisation du secteur financier, et donc celle du marché des capitaux, sont allées très loin en Amérique latine ; mais la croissance de l'économie n'a pas été aussi spectaculaire qu'en Asie. En fait, la libéralisation financière a été plus lente en Asie. En revanche, la libéralisation de l'ensemble de l'économie a fortement contribué au succès de ces pays. Au contraire, dans de nombreux pays latino-américains, la libéralisation financière a été très poussée alors que la libéralisation de l'économie est un processus très lent (comme en témoigne le cas du Mexique). En conclusion, au lieu de reprocher à l'Asie (particulièrement à la Corée du Sud et à Taiwan) de ne pas ouvrir suffisamment ses marchés

7. Van Agtmael (1984) distingue différentes phases qui rythment l'évolution des marchés boursiers dans les pays en développement: 1) la phase de latence; 2) la manipulation des cours; 3) la spéculation; 4) la consolidation ou l'effondrement; 5) la maturité. Un certain nombre de marchés boursiers asiatiques sont passés par tous ces stades (Van Dijk, 1993).



des capitaux, les pays latino-américains devraient s'efforcer de libéraliser leurs économies<sup>8</sup>.

### *Les marchés internationaux des capitaux*

Certains estiment qu'un marché international des capitaux vaste et efficace s'est constitué. En réalité, les distorsions sont encore nombreuses et les différences d'un pays à l'autre entre les réglementations et les législations font qu'il est intéressant de diversifier ses sources de financement. Les marchés nationaux sont surtout importants pour satisfaire les besoins directs en capitaux et en services financiers. Le marché international peut être sollicité si des quantités plus importantes de capitaux ou des instruments plus sophistiqués sont recherchés.

Du fait de la libéralisation, les caisses de retraite ont été brutalement autorisées à investir leurs fonds à l'étranger. L'essentiel de cet argent reste placé dans le pays d'origine, et habituellement en obligations. Mais les caisses ont tendance à investir ailleurs et à acquérir des actions. Cette évolution marginale peut avoir des conséquences considérables pour les économies émergentes. Les changements fondamentaux sont cependant encore à venir et concerneront l'ensemble des fonds qui transitent par les caisses de retraite, les systèmes de sécurité sociale et les assurances — tous investisseurs institutionnels.

Aujourd'hui, les capitaux sont apatrides et ne connaissent pas de frontière. Il est donc intéressant d'analyser dans quelle mesure ces capitaux ont contribué à la réussite asiatique. Les flux de capitaux internationaux se divisent en obligations, prêts des banques commerciales, portefeuilles et autres flux financiers privés et investissements directs étrangers. Dans le passé, la plupart des investisseurs internationaux ignoraient dans une large mesure les marchés émergents. La principale raison en était certainement le manque d'information. D'aucuns croyaient également que les marchés émergents étaient petits et peu liquides et que le caractère fermé de la plupart des entreprises limitait le volume des transactions. Reisen (1995) fait référence au fait que les marchés des capitaux internationaux sont très imparfaits en raison des problèmes de mise en application et d'asymétrie de l'information<sup>9</sup>.

Nous allons passer brièvement en revue l'ensemble des flux : investissements directs étrangers, investissements de portefeuille, obligations internationales, actions internationales et prêts des banques com-

8. Le cas du Chili se rapproche autant que faire se peut du modèle asiatique. Toutefois, le rendement des investissements en Amérique latine est deux fois plus volatil que sur les marchés comparables dans les pays asiatiques émergents.

9. Les échanges d'actifs financiers sont, contrairement aux échanges de biens tangibles, partiels et intertemporels: ils se fondent sur des promesses de règlements à venir.

merciales. L'un des traits les plus frappants de l'accroissement des flux financiers vers les pays émergents a été le succès rencontré par l'Asie, et notamment par la Chine, pour attirer l'investissement étranger<sup>10</sup>.

Pendant les années 80, on assiste à une forte augmentation de la rentabilité des investissements en Thaïlande et en Malaisie par rapport aux investissements réalisés au Japon, en Corée et à Taiwan. Ces pays ont donc attiré un afflux d'investissements directs étrangers en provenance d'Asie du Nord et des États-Unis (*Bulletin du FMI*, 6-3-1995). Environ 40 pour cent des flux de capitaux privés en 1996 étaient des investissements directs étrangers. Les investissements directs étrangers n'ont pas pour objectif la réalisation d'achats à court terme sur le marché boursier, mais l'acquisition d'intérêt à long terme dans la direction des entreprises, habituellement avec une participation d'au moins 10 pour cent. Les hommes d'affaires investissent en Asie car ils comptent sur des rendements importants ou des salaires relativement bas.

L'Asie constitue la principale région en développement accueillant des investissements directs étrangers (CNUCED-CTC, 1994). En 1994, la Chine a reçu la majeure partie des investissements directs étrangers, absorbant à elle seule près d'un quart du total des fonds disponibles. Les investissements directs étrangers dans la région ont fortement augmenté, stimulés par les avantages offerts par l'excédent de main-d'œuvre à bon marché dans les pays tels que la Thaïlande et la Malaisie au cours des années 80 ou le Bangladesh et le Sri Lanka au cours des années 90.

Le montant total des investissements de portefeuille (actions, obligations, etc.) dans les pays en développement se montait à 46 milliards de dollars en 1994. L'Asie a reçu près de la moitié du total des flux destinés aux pays en développement (*Bulletin du FMI*, 6-3-1995). Les flux des investissements de portefeuille sont également plus volatils. Environ 50 pour cent des investissements de portefeuille disponibles à destination de l'Asie de l'Est ont été réalisés en Chine.

Les flux d'actions de portefeuille subissent l'influence de la tendance persistante des gestionnaires de fonds à augmenter la part des marchés émergents dans leur portefeuille. La vague des flux d'actions de portefeuille observée au cours des années 90 a contribué à l'intégration des marchés boursiers des pays émergents dans les marchés des capitaux mondiaux. Il convient de noter que les motivations des investissements directs étrangers diffèrent généralement de celles qui président aux investissements de portefeuille. Les flux de capitaux revêtant la forme d'investissements de portefeuille présentent l'inconvénient d'être volatils.

10. L'espérance d'un rendement potentiel élevé et la perspective de diversification des risques comptent sans doute parmi les principales raisons des placements en Asie des investisseurs internationaux.

Les crédateurs privés non bancaires ont continué à fournir d'importants flux nets de capitaux, principalement par des obligations, mais aussi par l'achat de titres locaux d'emprunt en devises. En 1996, des obligations internationales ont été émises pour une valeur de 46 milliards de dollars.

En 1993, les emprunteurs asiatiques ont triplé leurs émissions d'obligations internationales (qui ont atteint 20,4 milliards de dollars), accroissant ainsi leur part d'obligations internationales émises de 34 à 50 pour cent (*Bulletin du FMI*, 6-3-1995). Cependant, Hong Kong et la Corée ont émis plus de la moitié des obligations émises par les économies asiatiques en 1993. Dans un certain nombre de pays, le passage des prêts contractés auprès des banques commerciales aux obligations est très significatif. Les écarts de taux sur les obligations internationales sont restés relativement limités pour de nombreux emprunteurs, et ont même diminué au cours de l'année 1994, reflétant dans certains cas une bonne solvabilité, et dans d'autres l'intensification de la concurrence. En 1996, les placements en actions internationales réalisés par les pays en développement ont augmenté pour atteindre 45,7 milliards de dollars.

Les prêts bancaires accordés aux pays d'Asie et d'Amérique latine se sont accélérés, mais ont été compensés par les remboursements nets effectués ailleurs. Les entrées nettes en provenance des banques commerciales ont chuté, pour passer à 27 milliards de dollars en 1994 et pour atteindre 34 milliard en 1996. La majeure partie des nouveaux prêts était réservée au financement de projets, ainsi qu'à des prêts de court terme couvrant des transactions commerciales. La plupart (environ les trois quarts des nouveaux crédits bancaires nets) ont été essentiellement accordés à des emprunteurs asiatiques solvables (*World Bank News* 19-1-1995). Ces nouveaux prêts comprenaient également le renouvellement des prêts à terme accordés par les banques commerciales aux pays qui avaient mené à bien des opérations de réduction de la dette et du service de la dette (à la manière du plan Brady).

169

### *Tendances des flux internationaux*

Dans les années 90, la désintermédiation constitue l'évolution capitale qui a caractérisé le volume croissant des flux de capitaux internationaux. Les titres tels que les actions et les obligations ont pris le pas sur les emprunts bancaires, même si la tendance semble actuellement s'inverser. Dans les années 70, à l'issue de la crise pétrolière et de la création du marché des eurodollars, la situation était radicalement différente. A l'époque, les emprunts bancaires, et plus particulièrement les emprunts consentis aux États et faisant l'objet d'une syndication internationale, se sont multipliés, en partie en raison de la facilité avec laquelle les ban-

ques pouvaient alors financer ces prêts par les dépôts à moyen terme réalisés par les pays exportateurs de pétrole ou par d'autres canaux.

Il faut remarquer que les flux de financement dans les années 90 se sont développés essentiellement entre prêteurs privés et emprunteurs privés, mais qu'en outre la source de financement s'est déplacée, échappant de plus en plus aux banques par le biais de la multiplication des investissements de portefeuille et des investissements directs étrangers (Claessens et Gooptu, 1994).

Le marché des capitaux internationaux est alimenté par tous les pays dont la balance des paiements est excédentaire. L'Europe et les États-Unis ne sont plus les deux seuls pôles d'origine obligés du financement. Ainsi, le Japon joue un rôle très actif en Asie. En 1994, les investissements japonais directs en Asie sont passés de 47 pour cent à 9,7 milliards de dollars (Reuter, 16-5-1995). L'Asie arrive désormais en deuxième position, derrière les États-Unis, le Japon ayant investi à hauteur de 17,8 milliards de dollars au cours de cette même année <sup>11</sup>.

Toutefois, les pays qui se sont fortement endettés auprès du Japon dans les dix dernières années afin de financer leur expansion économique sont désormais débordés par l'ampleur de leurs engagements, le service de la dette devenant de plus en plus lourd au fur et à mesure de l'appréciation du yen (*Financial Times* 17-1-1995). D'après les données de la Banque mondiale pour 1994-95 (World Bank 1995), les capitaux ont afflué beaucoup plus lentement à destination des pays émergents en 1994 qu'en 1993. En 1993, les flux avaient augmenté de 55 pour cent, contre une hausse de seulement 8,8 pour cent en 1994. Les raisons de cette évolution sont liées à la reprise économique des pays occidentaux, qui a nécessité davantage de capitaux dans les pays développés, et à la hausse des taux d'intérêt intervenue au début de 1994.

Un certain nombre d'arguments idéologiques ont été avancés par le passé à l'encontre des flux de capitaux internationaux. Aujourd'hui, les arguments les plus pertinents semblent être ceux de la volatilité de ces flux, de leur effet inflationniste et des interrogations sur leur durabilité. On estime que 880 milliards de dollars font chaque jour le tour de la planète, soit trois fois plus qu'il y a six ans. Le chiffre est en tout cas bien supérieur aux quelques centaines de millions de dollars qui circulaient chaque jour dans les années 70 et aux quelques centaines de milliards quotidiens des années 80.

Les gouvernements disposent de plusieurs moyens pour tenter de limiter les effets des mouvements de capitaux sur le taux de change. Le plus simple est l'encadrement du capital, mais cela introduit des distorsions sur le marché, dont sont susceptibles de profiter les interve-

11. L'Asie a pris la relève de l'Europe qui a dû faire face à une baisse de 2,2 pour cent des investissements japonais en 1994, ramenés à 6,2 milliards de dollars.

nants<sup>12</sup>. Un autre moyen est de faire intervenir la Banque centrale pour protéger la monnaie locale. Mais de telles interventions sont coûteuses. Des dérivés financiers peuvent être utilisés, tels que les options de change ou options sur devises. Enfin la politique de taux d'intérêts de la Banque centrale influe sur les mouvements de capitaux, mais une telle politique n'est durable que si elle est appuyée par les politiques budgétaires.

Certains pays ont choisi de créer une Comité monétaire (*currency board*) afin de préserver la stabilité de la monnaie<sup>13</sup>. Néanmoins, on voit mal comment provoquer une demande de monnaie en créant simplement une contraction de l'offre. D'autres pays ont stérilisé l'offre de monnaie en vendant des titres publics. Mais cette solution n'est pas durable si les entrées de capitaux persistent. En outre, ces solutions maintiennent les taux d'intérêt à des niveaux élevés, ce qui pénalise l'économie du pays. Enfin, des pays comme la Malaisie et la Thaïlande ont supporté des déficits de leurs comptes courants pendant plusieurs années. Généralement, une politique économique nationale saine est le meilleur moyen de se prémunir contre les effets négatifs des entrées de capitaux.

### *Pouvoirs publics et libéralisation des marchés des capitaux*

Le secteur financier est un domaine où les gouvernements ont tendance à intervenir lourdement, en Asie surtout. Ce phénomène a trois implications : tout d'abord, les activités incontrôlées des agents cherchant à maximiser leur profit ne se traduisent pas toujours par une distribution optimale des ressources sur ce type de marché ; ensuite, si les gouvernements et les institutions jouent un rôle aussi prépondérant dans le secteur financier, il convient d'étudier ce rôle et ses répercussions dans le détail, dans la perspective de l'économie institutionnelle plutôt que sur la base du modèle de concurrence pure et parfaite habituellement utilisé dans une approche micro-économique. Enfin, la conclusion à laquelle est parvenue la Banque asiatique de développement (BAD, 1995, p. 210) semble fondée : lorsque les dysfonctionnements des marchés se révèlent graves (véritable monopole ou problèmes liés aux biens publics), l'intervention gouvernementale peut être tout à fait utile, « en dépit de ses imperfections probables ». *A contrario*, lorsque les marchés ne souffrent que de légères imperfections et que

12. Par exemple, par la méthode du *leading and lagging*, qui consiste à accélérer ou au contraire à retarder les paiements à l'étranger ou les transferts en provenance de l'étranger.

13. L'Argentine est un exemple d'utilisation d'un « comité monétaire » (*currency board*) pour juguler l'hyperinflation. Depuis 1991, l'adhésion au principe du *currency board* a été totale. Le taux de change est fixé à un peso pour un dollar et la base monétaire de l'Argentine (soit les avoirs des banques auprès de la Banque centrale plus la monnaie en circulation) est au moins couverte par des réserves officielles en devises.

l'action gouvernementale est nettement inappropriée (objectifs flous, gestion médiocre, mauvaise information et recherche d'avantages personnels), la non-intervention apparaît préférable <sup>14</sup>.

Dans les pays émergents, les entreprises sont de petite taille au regard des critères internationaux, et les informations sur les marchés et les titres susceptibles de permettre une analyse sérieuse étaient jusqu'ici très peu nombreuses. En dehors des risques du marché, il existait en outre un risque politique en cas de transfert des capitaux vers un autre pays et l'incertitude s'en trouvait accrue.

Des institutions telles que les cabinets d'expertise comptable, les organismes d'évaluation financière et de conseil aux investisseurs jouent un rôle important dans l'optique d'une meilleure diffusion de l'information. Il ne leur est pour autant pas possible de remédier aux asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs, entre investisseurs de portefeuilles et sociétés ou encore entre acheteurs/vendeurs et sociétés de bourse. Nombre d'arguments, communément appelés dysfonctionnements de marchés, plaident donc en faveur d'une intervention sur les marchés financiers <sup>15</sup>.

### *L'intervention des pouvoirs publics sur les marchés financiers*

172

L'intervention peut prendre la forme de réglementations, de mesures fiscales (ou de subventions) ou d'une fourniture directe de biens et des services. La BAD (1995, p. 211) distingue la réglementation économique, la réglementation des mesures de sécurité et la réglementation de l'information. La réglementation économique concerne les spécifications ou les limites relatives au prix des biens et services, les bénéfices auxquels peut prétendre une entreprise, la capacité d'entrer ou de sortir d'un secteur d'activité et l'obligation de proposer certains biens ou services. On a fait remarquer avec justesse que ce type de réglementation tend à diminuer l'efficacité.

Les règles visant à garantir la « sécurité et à la fiabilité » dans le secteur financier sont généralement associées à l'action de la Banque centrale et concernent :

- des montants minimaux de capital social ou des situations nettes ;
- les restrictions apportées aux types d'actifs dans lesquels les intermédiaires peuvent investir et aux types d'activités qui leur sont ouvertes ;

14. Les autres politiques publiques contestables mentionnées par la BAD (1995) consistent en des incitations trop faibles, la recherche (ou le détournement) d'avantages personnels et le maintien d'une certaine distribution du revenu.

15. Les dysfonctionnements des marchés sont relatifs au pouvoir des marchés, aux influences extérieures, aux biens publics, aux économies d'échelle, à l'insuffisance de l'information, à l'incertitude et au décalage entre les différents flux d'informations disponibles.

— quelquefois, des conditions d'habilitation des propriétaires ou des directeurs.

Ce genre de réglementation, qui vise à assurer la solvabilité des intermédiaires financiers, ne suscite aucune contestation. De fait, les responsables de la réglementation bancaire qui participent aux travaux de la Banque des règlements internationaux (BRI, Bâle) se sont entendus sur un ensemble d'exigences communes relatives au capital minimum qu'ils imposeront aux banques de leurs pays respectifs<sup>16</sup>.

Enfin, la réglementation sur l'information impose aux banques et autres dépositaires de fonds de fournir aux emprunteurs des informations sur les intérêts pratiqués, et aux dépositaires et entreprises de fournir des informations financières appropriées au moment du lancement de leurs emprunts/émissions de titres. La BAD (1995, p. 215) fait observer qu'une réglementation excessive sur l'information peut nuire à l'efficacité, en raison des coûts liés à la publication et la diffusion de l'information.

Les mesures fiscales et les subventions sont rarement utilisées pour influencer sur les opérations du secteur financier, mais la BAD (1995, p. 216) conclut ses remarques par le fait que l'on peut améliorer l'efficacité du secteur en éliminant les écarts d'imposition entre les pays. La vague de privatisation observée dans les années 80 et au début de la décennie suivante s'est traduite par une participation moindre de l'État dans le secteur financier, généralement réputée moins efficace que d'autres (Van Dijk et Schulte Nordholt, 1995).

173

### *Vers une intégration des marchés des capitaux internationaux*

L'intégration du secteur financier asiatique se poursuit sans discontinuer au niveau national et international. L'intégration des marchés nationaux et des marchés étrangers est à l'origine d'une augmentation de l'efficacité des marchés des capitaux. La libéralisation et la déréglementation contribuent à cette évolution au même titre qu'un certain nombre d'avancées technologiques. L'intégration des marchés des capitaux présente des avantages, mais pourrait bien avoir donné naissance à de nouveaux risques (*Bulletin du FMI*, 15-4-1991) :

- l'efficacité des mesures monétaires et budgétaires n'est plus la même ;
- de nouveaux risques systémiques apparaissent, en liaison avec la variabilité accrue du prix des actifs ;
- la disponibilité de moyens de financement externe est susceptible de conduire à un relâchement de la discipline budgétaire et contribuer à l'appréciation de la monnaie concernée ;

16. Ces intervenants indiquent que les fonds propres d'une banque devraient être, selon eux, équivalents ou supérieurs à 8 pour cent des actifs détenus, calculés sur la base d'une pondération des risques.

— la pérennité des flux à long terme est incertaine.

Les institutions financières européennes seraient plus présentes en Asie si la discipline était renforcée sur les marchés financiers. Reisen (1995, p. 1) fait justement remarquer que les marchés financiers n'imposent souvent aucune discipline aux pays bénéficiaires car ces derniers ne sont pas confrontés à une courbe ascendante de l'offre de capitaux étrangers mais plutôt à une progression horizontale, jusqu'à ce qu'une pénurie des capitaux se fasse sentir.

Pour que la discipline des marchés ne soit pas un vain mot, il convient (*Bulletin du FMI*, 15-4-1991) de :

— supprimer les garanties de sauvetage financier par l'État et la monétisation des emprunts à travers leur rachat par les banques centrales ;

— fournir aux intervenants sur les marchés des informations exhaustives sur les débiteurs ;

— veiller à ce que le système financier soit suffisamment solide pour qu'aucune institution ne soit considérée comme « trop grosse pour faire faillite ».

L'Asie est un concurrent majeur dans la course internationale aux capitaux. Les organismes d'évaluation financière jouent un rôle non négligeable et compte tenu du fait que la plupart des pays asiatiques n'ont pas ou peu été affectés par la crise de l'endettement, ils sont relativement bien « notés ». Des systèmes de paiement efficaces et stables ont contribué au bon fonctionnement des marchés des capitaux internationaux. Les pays doivent resserrer leur politique budgétaire pour contenir l'inflation, tout en évitant une appréciation des taux de change réels.

### *Les nouvelles réformes dans les pays émergents d'Asie*

Le secteur (financier) privé asiatique bénéficie d'une intensification de la libéralisation, bien que cette évolution soit généralement plus lente que dans d'autres secteurs de l'économie. La poursuite de la libéralisation (des règles de change, des taux d'intérêt sur les dépôts/emprunts, etc.) contribuera à la mise en place d'un environnement concurrentiel, ce qui devrait se traduire par l'accroissement souhaité de la concurrence dans le secteur financier. Les pays qui ont libéralisé et aménagé leur économie réalisent normalement de meilleures performances que les autres.

La poursuite des flux de capitaux exige un environnement macro-économique stable, l'utilisation appropriée des fonds, ainsi que la croissance des exportations qui doit s'ensuivre, dépend de la possibilité du maintien à long terme d'un climat économique et politique



stable, favorable à l'investissement (Claessens et Gooptu, 1994). En Asie, les marchés boursiers se sont développés nettement plus rapidement que les marchés des titres obligataires et d'emprunt, qui sont pourtant tout aussi susceptibles de contribuer efficacement à l'expansion future des économies.

Le développement économique exige des investissements qui nécessitent eux-mêmes une bonne santé du secteur financier. L'un des indicateurs de cette bonne santé est l'intensité des circuits financiers, qui s'est considérablement accrue en Asie de l'Est. La levée du contrôle des capitaux peut être dangereuse pour une économie en émergence qui n'aurait pas encore procédé à la libéralisation des prix et des échanges (*The Economist*, 4 février 1995).

Il a souvent été dit qu'une mauvaise information et une insuffisance du partage des risques sur les marchés étaient autant d'obstacles aux investissements. Des normes de comptabilité défaillantes et l'incapacité des banques commerciales ou d'autres institutions à surveiller correctement les performances des entreprises se traduisent par une certaine faiblesse, voire par l'absence pure et simple, des marchés d'actions et d'obligations.

Alors même que les mécanismes de marché assurant le partage des risques se révèlent limités dans tous les pays, les entreprises opérant dans les pays émergents se trouvent souvent dans l'impossibilité de s'assurer contre les risques les plus graves qui les menacent. La plupart des EAHP avaient prévu des restrictions sévères à l'entrée des banques étrangères sur leur marché. Des normes relatives à la situation nette de ces établissements constituent un instrument plus approprié d'incitation à la prudence bancaire que ces restrictions.

Il est possible d'améliorer encore grandement le fonctionnement des marchés financiers en Asie. Du côté de l'offre, l'épargne à long terme doit être encouragée. Les caisses de retraite publiques, les fonds de prévoyance et l'épargne postale organisée peuvent notamment jouer un rôle plus important encore. Il est certainement du pouvoir des gouvernements d'appuyer les mesures en faveur de l'épargne à long terme en créant ou en aidant les caisses de retraite et les institutions publiques susceptibles de drainer l'épargne. Ces mesures pourraient contribuer à rendre le marché financier plus flexible et à améliorer l'intermédiation.

Pour développer les marchés des capitaux, il ne suffit pas de libéraliser les normes et les réglementations. Accroître la disponibilité à long terme d'une épargne en monnaie locale nécessite également des aménagements institutionnels. Du côté de l'offre, il est possible de développer les caisses de retraite, les compagnies d'assurance, les systèmes de sécurité sociale et les caisses maladie, tandis que du côté de la demande, un pays a besoin d'organismes privés capables de jouer un rôle en

investissant à long terme en monnaie locale. Il faut passer pour cela de structures dominées par les pouvoirs publics à des intervenants agissant en fonction du marché.

La BAD pourrait faciliter la réforme du secteur financier en créant ce type d'institutions. Le financement des infrastructures a montré que l'« élément manquant » est l'investissement à long terme en monnaie locale. La SFI a par exemple créé un système d'assurance en Asie de manière à ajouter un volet assurance à certains montages financiers pour des infrastructures, de manière à doter ce financement d'un taux capable d'attirer par lui-même les investisseurs institutionnels. L'une des conditions de base pour le bon fonctionnement des marchés internationaux des capitaux est une gestion financière et budgétaire prudente.

Nombre de marchés émergents semblent en mesure de continuer à attirer des flux financiers importants en 1997, même s'il n'est pas impossible que les marchés des capitaux restent étroits et que certaines économies soient confrontées à un accès plus réduit à ces financements. De nombreux investisseurs sont devenus méfiants à l'égard de certains pays et le volume total de financements externes pourrait se limiter. Le déclin le plus marqué des entrées nettes de capitaux privés concernera l'Amérique latine.

176

La démarche adoptée par les EAHP s'est révélée relativement payante. La libéralisation des marchés financiers y a été lente mais ces pays ont favorisé l'épargne et adopté une réglementation adéquate. La crise mexicaine a montré qu'une libéralisation trop rapide peut être néfaste et la crise au Thaïlande qu'il faut un bon secteur bancaire. Il reste néanmoins aux pays asiatiques une marge pour poursuivre la libéralisation, et il leur est possible de s'intégrer encore davantage aux marchés financiers mondiaux.

La Banque mondiale (World Bank 1993) laisse entendre qu'il existe une relation de causalité entre la libéralisation du marché financier et l'accélération de la croissance économique. Pour l'heure, le modèle est-asiatique se propage en Asie du Sud, mais ne parvient pas à prendre pied en Afrique. Des pays comme le Ghana ou le Zimbabwe ont su créer les conditions macro-économiques adaptées, mais, contrairement à ce qui se passe au Vietnam, par exemple, pratiquement aucun capital étranger n'arrive dans ces deux pays. D'autres facteurs, d'ordre culturel, entrent probablement en jeu dans certains pays et, en règle plus générale, la confiance dans les systèmes politiques nationaux n'est pas non plus indifférente.

Après l'Asie de l'Est, l'Asie du Sud — qui comprend l'Inde, le Pakistan, le Bangladesh, le Sri Lanka, le Népal et le Bhoutan — devrait connaître la croissance. En dépit des crises mentionnées, on estime que la croissance

des flux de capitaux privés vers les pays en développement se maintiendra à moyen terme du fait de facteurs structurels. Les pays sont tour à tour prisés (la Chine en 1994) ou dédaignés (le Mexique en 1995) par les investisseurs, ce qui peut avoir un impact considérable, comme on a pu le constater avec ce dernier pays. Afin d'écartier un tel risque et d'atténuer son inflation, la Chine a réduit ses emprunts à l'étranger en 1995.

Tout se passe comme si, en Asie, les actions étaient surexploitées par rapport aux titres d'emprunts, négligés. Il serait peut-être utile d'augmenter nettement les fonds d'emprunt dans un grand nombre de marchés émergents. Il est probable que les banques continuent à consentir des crédits nets considérables afin de financer le développement des échanges en Asie, mais également que les prêteurs font preuve d'une prudence accrue vis-à-vis de certains pays en Asie.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BAD (1995), *Asian Development Outlook 1995 and 1996*, Manille.
- Claessens, S. et U. Gooptu (1994), 'Can Developing Countries Keep Foreign Capital Flowing in?', dans *Finance and Development*, septembre.
- CNUCED-CTC (1994), *World Investment Report*, Genève.
- Ernst & Young (1994), (parution annoncée dans NRC du 13 décembre 1994).
- Glen, J. et B. Pinto (1995), 'Capital Markets and Developing Country Firms', dans *Finance and Development*, mars.
- IFI (1995), *Near-term Prospects for Major Borrowing Countries*, Global Association of Financial Institutes, Washington.
- KPMG, Peat Marwick (1995), *Public Support Systems for the Development of Regional Venture Capital : Country context and Case Studies*, Union européenne, Bruxelles.
- Levitsky, J. (1994), 'Venture Capital for Small Enterprises, a review', dans *Small Enterprise Development*, vol. 5, No. 4.
- Reisen, H. (1995), *Managing Temporary Capital Flows : Lessons from Asia and Latin America*, miméo, Centre de Développement de l'OCDE, Paris.
- Schadler, S., M. Carkovic, A. Bennett et R. Kahn (1993), *Recent Experiences with surges in Capital Inflows*, Occasional Paper No. 108, FMI, Washington.
- SFI (1994), *Emerging Stock Markets Factbook*, International Finance Corporation, Washington.
- Van Agtemael, A. (1984), *Emerging Securities Markets : Investment Banking Opportunities in the Developing World*, Euromoney, Londres.
- Van Dijk, M.P. (1993), *The Changing Role of Capital Markets in Asian Economies, with Special Reference to Indonesia and South Korea*, Working Paper, Erasmus University, Rotterdam.
- Van Dijk, M.P. et N.G. Schulte Nordholt (1995), *Privatisation experiences in African and Asian countries*, SISWO, Amsterdam.
- Wade R. (1991), *Governing the market, Economic Theory and the role of government in East Asian Industrialisation*, Princeton University Press.

- World Bank (1993), *The East Asian miracle*, Oxford University Press.  
World Bank (1994), *East Asia's Trade and Investment, Regional and Global Gains from Liberalisation*, Washington.  
World Bank (1995), *World debt Tables 1994-95*, Washington.  
World Bank (1997), *Global development finance*, Washington.