

MARCHÉS ÉMERGENTS

D'ASIE DU SUD-EST :

UN DÉCOLLAGE SOUS CONTRAINTE ¹

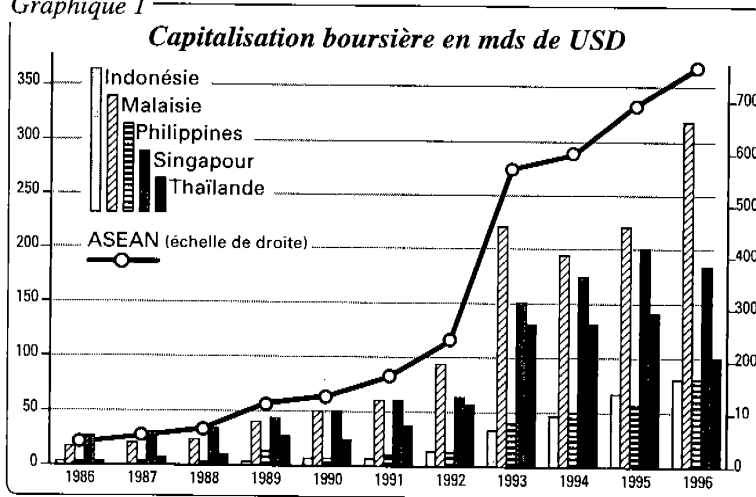
CÉCILE SELLIER *

Les marchés boursiers émergents d'Asie du Sud-Est ² ont véritablement décollé à partir du début des années 1990. Leur capitalisation boursière a ainsi été multipliée en 6 ans par 13 aux Philippines, 6 en Malaisie, 5 en Thaïlande, 14 en Indonésie. Cependant la crise financière que connaît actuellement l'Asie du Sud-Est a entraîné une chute de leur capitalisation aussi rapide que semble avoir été l'ascension de celle-ci.

En effet, les contraintes qui pèsent encore sur les modalités de l'investissement sur ces marchés, leur manque de liquidité et leur concentration sur le marché des actions ne garantissent pas leur stabilité.

179

Graphique 1



* Attaché financier, Agence Financière pour l'Asie du Sud-Est.

1. Cet article reflète la vision personnelle de son auteur et n'engage pas la responsabilité du Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie dont dépend l'Agence financière. Il a bénéficié des travaux de trois stagiaires de l'Agence Financière pour l'Asie du Sud-Est : Béatrice Plaisant, Guylène Jourdan, Charlotte Guélin.

2. On examinera plus particulièrement ici les marchés de la Malaisie, de l'Indonésie, de la Thaïlande et des Philippines.

Des marchés en pleine expansion présentant des caractéristiques communes

Des marchés anciens mais en pleine expansion

Les marchés boursiers du Sud-Est asiatique sont nés pour la plupart entre les deux guerres : 1912 pour Jakarta, 1927 à Manille, 1930 à Singapour et en Malaisie. Seule la Bourse de Bangkok fait exception, ayant été créée tardivement, en 1962. Leur histoire a reflété les différents rapports de force qui se sont succédés dans la région : ainsi, jusqu'au début des années 1970, la Bourse de Manille fut la plus active — et la plus importante — de la région, avant d'être dépassée par celle de Hongkong. Les Bourses de Singapour et Kuala-Lumpur restèrent jumelles même après l'indépendance de la cité-état en 1965. Ce n'est qu'en 1973 que les deux marchés furent séparés mais les sociétés malaisiennes étaient cotées à Singapour, et vice-versa jusqu'en 1989. Le manque de soutien des autorités explique en partie l'apparition tardive de la Bourse de Bangkok.

Le développement de ces marchés a réellement commencé au milieu des années 1980 et a véritablement explosé à partir de 1990. Cette période marque en effet le début d'une déréglementation du secteur financier, en Indonésie, en Thaïlande. Elle marque aussi la croissance rapide du taux d'investissement, dans le secteur immobilier comme pour le développement des infrastructures, qui accroît le besoin de financement du secteur privé comme public. En outre, l'accrochage des monnaies de la région à une parité fixe avec le dollar américain fournissait aux investisseurs étrangers une garantie contre le risque de change, à défaut d'annihiler le risque de contrepartie.

La capitalisation cumulée des quatre bourses considérées est ainsi passée de 80 mds USD en 1990 à 400 mds USD en 1996. En revanche, la crise financière a fait fondre l'actif cumulé durant ces années : de 300 mds USD, en janvier, la capitalisation du Kuala-Lumpur est passée à 140 mds seulement fin septembre. Celle de la Bourse de Manille n'était plus que de 48 mds USD en août, contre 80 mds au début de l'année 1997. À Bangkok, les titres cotés ont perdu environ 70 % de leur valeur depuis 2 ans.

Des traits communs

Certaines caractéristiques se retrouvent sur tous ces marchés.

Une sur-représentation du secteur immobilier et financier dans les émetteurs

Le secteur financier et bancaire représente ainsi 23 % de la capitalisation de la Bourse de Manille et 26 % des transactions en valeur.

A Bangkok, les banques et les compagnies financières ont eu un large recours au marché pour financer leurs augmentations de capital, et leurs valeurs représentaient — avant le krach — 34 % de la capitalisation totale. A Jakarta et Kuala-Lumpur, les banques représentent une moindre part de la capitalisation, mais assurent toujours une base aux transactions, en volume comme en valeur.

La vulnérabilité des promoteurs immobiliers aux changements sur le marché n'est pas moins grande, puisqu'ils représentent en moyenne 7 % de la capitalisation des quatre marchés émergents considérés, mais souvent environ 20 % des volumes échangés, étant en général hautement spéculatifs.

Une concentration de la capitalisation boursière sur un petit nombre d'émetteurs

Sur 237 sociétés cotées à la Bourse de Jakarta en 1996, cinq représentaient 44 % de la capitalisation boursière : la première société cotée, *Telekomunikasi Indonesia* comptait à elle-seule pour 19 % du total.

De la même façon, 10 des 454 sociétés cotées à Bangkok, ou 10 des 220 compagnies listées à Manille, représentaient environ la moitié de la capitalisation. Parmi elles, des banques, des sociétés de télécommunication semi-privatisées, quelques groupes agro-alimentaires, les compagnies aériennes nationales.

La chute brutale des indices, qui a parfois dépassé les 10 % en une semaine depuis le mois de juillet, s'explique donc aisément à la lumière de ces deux caractéristiques : il suffit que le secteur financier et immobilier traverse une période néfaste, que les profits des premières sociétés de la cote baissent, pour que des ventes massives pèsent sur l'indice...

Une concentration de l'activité sur un petit nombre d'intermédiaires

Le nombre de sociétés membres de la bourse, et habilitées à acheter et vendre des valeurs mobilières est soigneusement contrôlé par l'État, qui distribue les licences via les commissions de bourses locales.

Sur ce petit nombre, les parts de marché sont plus ou moins bien réparties : à Bangkok, 10 compagnies financières sur 44 se partagent 47 % du marché, relativement équitablement. A Jakarta, les 20 premières maisons de courtage (sur un total de 197) assuraient 57 % des transactions et 62 % des paiements.

La crise financière de l'été illustre les limites du développement des marchés émergents

La concentration de l'activité des marchés émergents explique en partie la surréaction des bourses du Sud-Est asiatique aux événements

originaires de Thaïlande : mais elle n'est qu'une part émergée de l'iceberg. Le développement limité de ces marchés et leurs défauts portent aussi une part de responsabilité dans l'ampleur du krach.

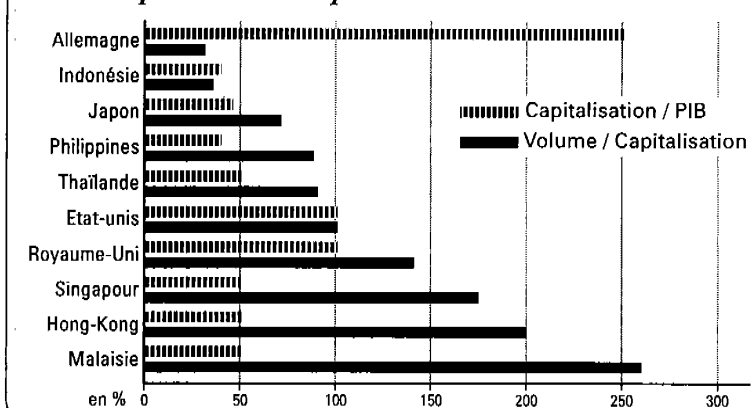
Sous-développement du compartiment obligataire

En termes de pourcentage du PIB, certains des marchés d'Asie du Sud-Est sont d'une taille qui se compare favorablement à ceux de certains pays industrialisés : la Bourse de Manille ou celle de Bangkok ont une importance dans l'économie comparable à celle de la Bourse de Tokyo au Japon, et la capitalisation de la bourse allemande représente le même pourcentage du PIB de l'Allemagne que celle de Jakarta, comparée au PIB de l'Indonésie.

Remarquable est aussi la taille de la Bourse de Kuala-Lumpur, qui en janvier 1997, représentait 300 % du PIB, soit 3 fois plus que celle des marchés américains par rapport au PIB des Etats-Unis.

Graphique 2

Capitalisation et liquidité des marchés en 1995



Source : Banque Mondiale, op. cité

Cependant, peu de places d'Asie du Sud-Est ont un marché obligataire vraiment développé et liquide. En 1996, la capitalisation du marché obligataire de Jakarta n'était que de 8 mds de USD, soit 10 % de la capitalisation totale. Seules 10 sociétés sont émettrices : 60 % d'entre elles sont publiques, les industries émettant parfois de très petits montants.

Dans les autres pays de la région, le marché obligataire est d'une taille plus respectable : 17mds de USD en Thaïlande, 37 en Malaisie, 38 aux Philippines l'an dernier, mais qui reste moindre que celle des marchés d'actions.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce sous-développement :

- l'absence de déficit budgétaire depuis le début de la décennie dans la plupart des pays, qui a rendu inexistant ou faible le segment public des marchés obligataires et pèse sur leur liquidité ;

- la taille modeste des investisseurs institutionnels (fonds de pension, assurances) dans certains pays comme les Philippines, l'Indonésie ou la Thaïlande, où les actifs de ces fonds représentent 10 % du PIB ; seules Singapour et la Malaisie disposent de fonds d'épargne collective importants, dont les actifs dépassent 60 % du PIB³ ;

- le recours direct des entreprises aux marchés d'obligations en devises. La Thaïlande est l'exemple-type du développement spontané du recours, aux marchés américains ou européens off-shore, en-dehors de toute réglementation officielle locale. Les promoteurs immobiliers en particulier ont été friands de Yankee bonds, moins chers, plus liquides, plus disponibles.

Néanmoins, le marché obligataire présente des avantages en termes de sécurité, de stabilité, qui manquent au développement des marchés asiatiques pour qu'il soit réellement harmonieux.

183

Manque de liquidité

Le fait que les volumes de transaction soient concentrés sur quelques titres induit automatiquement une faible liquidité sur le reste des titres cotés : or, plus il est difficile de trouver une contrepartie, plus un ordre de vente isolé a d'impact sur le cours.

C'est pourquoi on observe en ce moment des baisses si fortes des indices boursiers de la région, dans des marchés déjà tellement déprimés qu'on pourrait penser que le plancher est atteint : en fait, le volume de transactions diminuant en raison du désengagement ou de l'attentisme des investisseurs, les mouvements retentissent de manière très forte sur l'indice. On a vu qu'en termes de capitalisation/PIB, les marchés du Sud-Est asiatique étaient bien placés dans le classement mondial. En termes de liquidité⁴, ils demeurent loin derrière l'Allemagne, les Etats-Unis, la Grande-Bretagne, avec des ratios compris entre 40 à 60 %, contre 250 % en Allemagne.

3. On se reportera à ce sujet à l'étude de la Banque Mondiale « Are Financial Weaknesses undermining The East-Asian Miracle » de Stijn Claessens et Thomas Glaessner, septembre 1997.

4. Mesurée par le ratio volume de transactions/capitalisation.

Faible efficacité économique

De nombreux groupes industriels ou bancaires restent dirigés par des membres de la famille fondatrice qui détiennent parfois une part importante ou majoritaire du capital. Aussi, le recours au marché pour financer l'activité du groupe n'est pas assorti d'une plus grande transparence du fonctionnement ni d'un réel contrôle de la gestion par les actionnaires minoritaires. Les règles relatives à la diffusion des informations financières sont variables selon les pays, et quelquefois assez vagues.

Toutes les sociétés cotées ne sont pas notées. Les Agences de notation locales n'existent que dans 3 des pays considérés. Seuls les grands groupes font appel à des agences internationales.

Rôle ambiguë des investisseurs étrangers

Si les investisseurs étrangers sont incontestablement les moteurs de l'activité des marchés émergents, et comptent pour plus de la moitié des transactions, en réalité leur part dans la détention des titres est beaucoup plus faible : elle va de 55 % en Indonésie à 37 % en Thaïlande et 19 % seulement en Malaisie. Les investisseurs étrangers se heurtent en effet aux limitations qui leur sont opposées dans la détention du capital de sociétés locales. Ceci est particulièrement discriminant dans les banques et les assurances : 25 % seulement du capital des institutions financières malaisiennes peut être détenu par un investisseur étranger. Ce n'est que tout récemment que la Thaïlande a levé la limite de 25 % du capital, et ce pour 10 ans seulement.

Aux Philippines, ce seuil est de 40 % pour toutes les entreprises des secteurs suivants : médias, banque, transport, ressources naturelles et utilitaires. Enfin, l'Indonésie est elle aussi en train de lever la limite de 49 %, opposée aux étrangers lors des introductions en bourse.

Le protectionnisme s'oppose aussi aux sociétés de bourse étrangères, dont le nombre est strictement limité. Par conséquent, les marchés émergents jouent sur 2 tableaux : les investisseurs étrangers assurent la liquidité, mais n'ont pas la majorité des actions traitées. Ils sont instruments du développement plus que réels acteurs et investisseurs.

Des structures en voie de modernisation

Si la structure juridique des différents marchés est relativement claire et déterminée, d'autres infrastructures demeurent modernisables :

— le système de règlement-livraison : Dans la plupart de ces pays, le délai de règlement est relativement long : 4 jours à Manille, 3 à 5 jours à Kuala-Lumpur, 3 jours à Bangkok, 4 jours à Jakarta. Ce délai permet souvent de spéculer ou d'acheter à découvert. La livraison se fait souvent via un « conservateur » (custodian) qui sert de compensateur et

vérifie la validité des titres échangés, actualise les comptes de ses clients... l'importance de l'activité de conservation des titres, même si les échanges sont informatisés, reste primordiale ;

- les heures d'ouverture : 3 à 5 heures par jour selon les pays ;
- la surveillance du marché : tous les pays d'Asie du Sud-Est ont des autorités de régulation et de surveillance du type Commission des Opérations de Bourse. Cependant, les moyens de sanction et d'investigation à leur disposition sont parfois limités.

En conclusion, il faut souhaiter que la crise financière que connaît actuellement l'Asie du Sud-Est ne pénalise pas durablement l'essor des marchés émergents : à la lumière des problèmes rencontrés actuellement par les banques dans ces pays, il paraît essentiel que le financement de l'économie soit complété par des financements desintermédiés.

Cependant, l'après-crise appellera sans doute quelques modifications, notamment en ce qui concerne le rôle des investisseurs étrangers, la transparence des comptes, le développement d'une épargne nationale investie dans des secteurs productifs.

Le rôle des marchés boursiers n'est bien sûr pas le même à Kuala Lumpur, où 70 % des actionnaires sont des petits porteurs, et où le recours à la bourse est très répandu dans tous les secteurs, et en Thaïlande où les investisseurs étrangers sont beaucoup plus présents mais où une partie du financement échappe au marché domestique. L'impact du krach de 1997 ne sera donc pas le même dans tous ces pays. Mais l'importance des marchés d'actions pour assurer le financement des projets d'infrastructures ou de développement n'a été nulle part négligeable, et continuera à jouer un rôle de premier plan dans les années à venir.