

## LES MARCHÉS FINANCIERS DES ÉCONOMIES DYNAMIQUES D'ASIE

JEAN-PIERRE PETIT \*

Il peut sembler superfétatoire de souligner l'influence économique et commerciale croissante des pays est-asiatiques<sup>1</sup>. L'indéniable réussite du monde est-asiatique<sup>2</sup> est aisément attestable par plusieurs données : leur croissance économique en moyenne annuelle a été de 5,5% entre 1965 et 1990, soit une progression 3 fois supérieure à celle de l'Amérique latine (ainsi que l'Asie du sud) et 5 fois plus que celle de l'Afrique subsaharienne. La part de ces pays dans les exportations mondiales de marchandises est passée de 9% à 21% au cours de la même période et leur effort d'investissement a dépassé 20%, soit un niveau 2 fois plus élevé que dans les autres pays en développement. Ce dynamisme s'est logiquement accompagné, (compte tenu également d'un accroissement démographique plus faible que dans les autres pays en développement) d'une amélioration considérable du revenu par habitant. En outre, les dimensions qualitatives de la hausse du niveau de vie ont été également améliorées, de même que la répartition des fruits de la croissance. C'est ainsi que la part des personnes vivant sous le seuil de pauvreté absolue est passée de 58% en 1960 à 17% en 1990.

En revanche, l'analyse des systèmes financiers, de leur croissance et de leur modernisation est plus récente, même s'il est vrai que ce processus a été dans l'ensemble plus tardif.

Les marchés d'actions et d'obligations n'ont joué qu'un rôle historiquement faible dans le financement des économies est-asiatiques (à l'exception de Hong Kong), et donc dans le processus de croissance<sup>3</sup>. Ces pays

65

---

\* Adjoint au chef du Service d'économie internationale, Direction Générale des Etudes, Banque de France.

Les opinions émises dans cet article n'engagent que la responsabilité de leur auteur.

1 Rappelons que les "six économies dynamiques d'Asie" se composent de Hong-Kong, Singapour, Taiwan, la Corée du sud, la Thaïlande et la Malaisie.

2 On prend comme référence ici les huit économies à haute performance économique qui comprennent (outre les six EDA, la Japon et l'Indonésie) qui ont servi de référence à la Banque Mondiale dans son rapport *The East Asian Miracle* 1993.

3 Selon l'étude de la Banque mondiale (*The East Asian Miracle*), les actions et obligations représenteraient moins de 10% du financement net des sociétés en moyenne entre 1970 et 1990 au Japon, Corée, Malaisie, Taiwan et Thaïlande.

ont été marqués au contraire par un taux de monétisation de l'économie (défini par le ratio M2/PIB) croissant et même supérieur aux pays de l'OCDE dans la décennie 80. La croissance de l'épargne s'est donc effectuée principalement au profit des dépôts bancaires jusque dans les années 80 et c'est donc le système bancaire<sup>4</sup> qui a joué un rôle primordial dans l'allocation des ressources. La compétitivité des banques<sup>5</sup> est-asiatiques apparaît d'ailleurs en position favorable.

On peut donc considérer que l'émergence récente des marchés financiers en Asie de l'Est est plus une conséquence de l'expansion économique qu'une cause. Le besoin croissant de diversification des actifs va généralement de pair avec le développement d'un pays. A cela s'est ajouté dans les origines des développements des marchés financiers, le processus de libéralisation et d'ouverture financière, conjugué avec le maintien de forts niveaux d'épargne et d'une situation macro-économique stable.

On se propose dans cette étude de rappeler les caractéristiques principales des marchés financiers des EDA, puis d'aborder les spécificités essentielles de Singapour et Hong Kong, les deux places les plus avancées de la région.

## I - Caractéristiques principales<sup>6</sup>

66

### I-1 - Des marchés boursiers en expansion

#### a) Une taille croissante

La dimension des marchés primaires est-asiatiques reste en général très modeste (cf. tableau 1), à l'exception de Hong Kong et de la Thaïlande, tout en se situant à un niveau moyen supérieur aux places émergentes d'Amérique latine.

Le dynamisme des marchés secondaires est au contraire indéniable. En 1983, la capitalisation totale des marchés boursiers EDA représentait à peine 2% de la capitalisation totale mondiale. Dix ans plus tard, la proportion est de 8,7%, soit un niveau équivalent à la part de Londres. Certes, la

4 L'affectation des ressources financières en Asie de l'Est a d'ailleurs fait l'objet d'un interventionnisme public (sélectivité, réglementation des taux, crédits privilégiés à l'exportation, ...) qui ne s'est assoupli que dans la période récente.

5 Selon le *Banker*, (juillet 1994), le nombre de banques asiatiques (à l'exclusion du Japon) dans le top-1000 est passé de 140 en 1993 à 162 cette année. En termes de capitalisation (fonds propres de base/actif) Singapour (10,28 %) est en tête (6,74 pour la Corée, 5,45 pour Taïwan), contre 4,17 pour le Royaume Uni et 3,86 pour la France. En termes de rentabilité brute (résultats bruts/capital), les données sont aussi très favorables (15,49% pour Singapour, 15,17% pour Taïwan, 10,83% pour la Corée, contre 15,20% pour le Royaume Uni et 6,03% pour la France).

6 Pour les données comparatives on utilisera principalement les statistiques de la FIBV. Afin de bien mesurer les marchés est-asiatiques aux marchés des pays industrialisés, on utilisera régulièrement les données concernant New-York, Londres et Paris.

Tableau I  
ÉMISSIONS BRUTES D' ACTIONS NATIONALES  
COTÉES DANS LES PLACES FINANCIÈRES  
(en milliards de dollars)

	1992	1993
New York (NYSE)	72,8	101,6
Londres	10,8	26,2
Paris	8,9	20,7
Hong Kong	13,2	10,1
Thaïlande	8,1	10,0
Corée	2,2	3,6
Kuala Lumpur	3,6	1,3
Singapour	nd	nd
Taiwan	4,7	nd
4 principales places d'Amérique Latine (1)	5,8	5,4

(1) Buenos Aires, Brazil, Mexico, Santiago  
Source : FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs)

67

croissance a été particulièrement exceptionnelle en 1993, en lien avec la hausse des cours. Mais le processus doit aussi à une sensible hausse des valeurs inscrites à la cote. Le nombre de sociétés cotées entre 1985 et 1992 a par exemple été multiplié par 3,4 en Thaïlande.

La surface boursière de ces pays apparaît considérable, et elle est d'autant plus forte que le processus de libéralisation est ancien. La capitalisation boursière des actions nationales de Hong Kong (*cf. tableau 2*) s'est même rapproché de places telles que Paris ou Francfort. Elle dépasse en règle générale les niveaux atteints par les places émergentes d'Amérique latine. Même Mexico, qui constitue de loin la plus grosse capitalisation de cette région (USD 200 milliards fin 1993), se situe derrière Hong Kong et Kuala Lumpur.

Par rapport au PIB, le poids de la capitalisation atteint des niveaux très élevés (*cf. tableau 3*), dépassant même Londres, s'agissant de Hong Kong, la Malaisie ou Singapour.

Les volumes de transaction (*cf. tableau 4*) ont été multipliés par plus de 20 entre 1983 et 1992 à Taiwan, de même qu'en Corée et en Thaïlande (alors qu'elles n'ont fait que quadrupler dans les pays industrialisés). Les niveaux enregistrés en 1993 à Taiwan et en Corée dépassaient ceux de Paris.

Tableau 2  
 CAPITALISATION BOURSIÈRE DES ACTIONS NATIONALES  
 SUR LES PRINCIPALES PLACES FINANCIÈRES  
 (cote officielle et marchés parallèles)  
 (en milliards de dollars)

	fin 1992	fin 1993
New York (NYSE)	3 798,2	4 220,9
Londres	928,4	1 198,5
Paris	349,6	455,4
Hong Kong	171,9	385,0
Kuala Lumpur	91,4	219,7
Taiwan	100,1	193,2
Corée	107,6	139,5
Singapour	48,9	132,6
Thaïlande	57,2	127,4
4 principales places d'Amérique Latine (1)	232,3	386,5

(1) Buenos Aires, Brazil, Mexico, Santiago  
 Source : FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs)

68

Tableau 3  
 POIDS DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE DES ACTIONS NATIONALES  
 PAR RAPPORT AU PIB FIN 1993

Royaume-Uni	114,6 %
Japon	86,1 %
États-Unis	82,4 %
France	36,0 %
Hong Kong	334 %
Malaysia	357 %
Singapour	233 %
Thaïlande	111 %
Corée	44 %
Taiwan	90 %

Tableau 4  
VOLUME DES TRANSACTIONS SUR ACTIONS  
DANS LES PRINCIPALES PLACES FINANCIÈRES  
(en milliards de dollars)

	1992	1993
New-York (NYSE)	1 745,4	2 283,4
Londres	662,9	857,3
Paris	124,8	171,8
Taiwan	250,3	352,6
Corée	116,1	211,9
Kuala Lumpur	19,7	145,5
Hong Kong	78,6	132,2
Thaïlande	72,1	83,8
Singapour	18,9	83,5
Total des 5 principales places d'Amérique Latine (1)	92,3	151,3

(1) Mexico, Buenos Aires, Sao Paulo, Rio de Janeiro, Santiago.  
Source : FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs)

69

Fondamentalement, c'est à la fois la forte croissance économique, la libéralisation financière, l'ouverture aux investisseurs étrangers et parfois les privatisations (notamment en Malaisie) qui sont à l'origine de ce dynamisme.

*b) Des performances moyennes*

De 1985 à 1992, les indices des places boursières est-asiatiques n'ont progressé en moyenne que légèrement au-dessus du rythme de progression de l'indice mondial (+ 12%) et en dessous de celui des places latino-américaines (+ 23%), soit 25% pour la Thaïlande, 21% pour Taiwan et Hong Kong, 20% pour la Corée, 12% pour Singapour et 8% pour la Malaisie. C'est seulement en 1993 que l'on trouve parmi les 11 meilleures performances de l'année, 4 des 6 places asiatiques couvertes dans cette étude<sup>7</sup>, en raison partiellement d'arbitrages des investisseurs étrangers (notamment américains) favorables. Mais globalement, on peut aussi penser que les moindres performances des places asiatiques s'expliquent

<sup>7</sup> Ce sont respectivement Hong-Kong (+ 105,9 %), Kuala Lumpur (+ 98 %), Thaïlande (+ 88,4 %) et Taiwan (+ 79,8 %). Les performances de Singapour (+ 59,3 %) et de Corée (+ 27,7 %) ont été moindres.

par un degré plus élevé de maturité. Du reste, ce sont les places des Philippines et d'Indonésie, moins développées, qui ont connu les meilleures performances depuis 1985.

*c) Un degré de maturité grandissant*

Selon une étude récente du FMI<sup>8</sup>, les marchés financiers des EDA sont caractérisés par un degré élevé de maturité. La Thaïlande et la Malaisie figurent parmi les places du «troisième groupe» alors que Hong Kong, Singapour, Taïwan et la Corée figurent parmi celles du quatrième, ce qui signifie qu'elles sont parvenues à maturité<sup>9</sup>.

Certes, ces marchés ont été marqués dans un passé récent par une certaine instabilité (par exemple très fortes corrections à Taïwan et en Corée en 1990, à la suite de la bulle spéculative enregistrée en 1988 et 1989). De façon encore plus récente, le début de 1994 a été marqué par une correction importante des cours, alors que l'année 1993 avait été caractérisée par une forte hausse. Les niveaux des PER en 1993 (*cf. tableau 5*) semblaient en effet particulièrement élevés, bien qu'ils reflètent également des anticipations de croissance très fortes.

Le phénomène d'instabilité est pour partie logique : à mesure de la modernisation et de l'accroissement de la liquidité des Bourses, les informations nouvelles se répercutent plus rapidement et plus nettement dans les cours. A cela s'ajoute dans ces pays le manque de placement alternatif aux actions, du fait de la quasi-absence de marchés obligataires (*cf. infra*). Les mouvements de taux courts entraînent donc assez rapidement des transferts entre les dépôts et les actions. Enfin, au fur et à mesure de l'ouverture internationale des Bourses, les fluctuations de cours sont

70

<sup>8</sup> *cf. Feldman et Kumar - Emerging Equity Markets ; Growth, Benefits and Policy Concerns - IMF papers March 1994. Les auteurs les répartissent en quatre groupes. Le premier se compose des marchés naissants, caractérisés par le petit nombre de sociétés inscrites à la cote, la faiblesse de la capitalisation, la concentration de l'actionnariat, la faible liquidité des titres qui y sont négociés, l'instabilité prononcée des cours et des structures institutionnelles qui demeurent rudimentaires. Dans le second groupe, les titres sont plus liquides, les sociétés cotées plus nombreuses et les investisseurs commencent à réaliser qu'ils peuvent dégager des bénéfices en ouvrant leurs portefeuilles aux actions traitées sur ces marchés. Dans ces pays, les entreprises locales s'appuient désormais davantage sur l'émission d'actions que sur le crédit bancaire.*

*Les marchés des pays du troisième groupe (dont la Malaisie et la Thaïlande) sont moins volatiles et le volume des nouvelles émissions, le total des actions échangées et surtout la capitalisation sont plus importants. Enfin, les marchés boursiers du quatrième groupe (dont la Corée, Hong Kong, le Mexique, Singapour et Taïwan) sont arrivés à maturité : les titres sont très liquides, le marché est suffisamment large et les primes de risque commencent à être compétitives au niveau mondial. Les marchés semblent avoir atteint un seuil tel qu'ils peuvent désormais donner des informations utiles sur l'économie du pays et la confiance que celle-ci inspire à la communauté internationale.*

<sup>9</sup> Rappelons que Hong Kong et Singapour sont considérés par la Société Financière Internationale comme des marchés développés.

Tableau 5  
PRICE EARNINGS RATIOS (PER) ET RAPPORT DIVIDENDES/COURS  
DANS LES PRINCIPALES PLACES FINANCIÈRES

	PER		Rapport dividendes/cours	
	1992	1993	1992	1993
New York	22,7	23,4	3,0	2,5
Londres	17,5	24,8	4,3	3,9
Paris	15,4	19,0	3,8	2,7
Hong Kong	13,1	21,6	4,1	2,3
Corée	10,8	16,0	2,0	1,2
Kuala Lumpur	22,8	48,2	2,0	1,2
Singapour	19,5	37,3	nd	nd
Taiwan	22,9	39,7	4,3	2,2
Thaïlande	16,3	26,1	2,9	2,0

Source : FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs)

évidemment plus sensibles aux arbitrages des investisseurs internationaux, en particulier américains.

D'une manière plus générale, les risques de taux ne sont pas à négliger dans cette région, non pas en raison des tensions inflationnistes, qui sont très faibles en comparaison avec les autres places émergentes, mais du fait que les taux de change de ces pays sont plus ou moins liés au dollar américain et qu'en conséquence, les fluctuations de taux courts aux États-Unis se transmettent aisément dans la région.

Il reste que plus le processus de libéralisation, de transparence et de régulation des Bourses s'accroît, plus les risques de volatilité et de bulles spéculatives diminuent. C'est sans doute pourquoi ces derniers restent généralement plus faibles que dans les places émergentes d'autres régions du monde. La liquidité de ces marchés semble également s'être améliorée dans la période récente, si l'on utilise comme indicateur la vitesse de rotation des actions (*cf. tableau 6*).

S'agissant de l'information et de la protection de l'investisseur, de nombreux efforts ont été faits dans la période récente pour améliorer l'information sur les sociétés ainsi que sur les moyens de protection des investisseurs. Le renforcement et la rationalisation des organes de contrôle (création de la *Securities and Exchange Commission* en Thaïlande en 1992 et en Malaisie en 1993) en portent témoignage.

Tableau 6  
VITESSE DE ROTATION DES ACTIONS NATIONALES (1)

	1992	1993	1981-1990
New York	44,8	50,8	nd
Londres	37,9	40,9	nd
Paris	34,1	43,2	nd
Taiwan	183,2	245,3	212,0
Corée	120,6	179,5	56,8
Singapour	40,1	107,8	34,2
Thaïlande	148,5	103,4	46,1
Kuala Lumpur	24,0	100,1	12,3
Hong Kong	47,3	51,8	37,9

(1) Rapport entre le montant des transactions et la capitalisation des actions nationales  
Source FIBV pour 1992 et 1993 et The East-West Pendulum, R. L. George (1992) pour 1981-1990.

*d)- Un degré d'ouverture sur l'extérieur très variable*

Ici, les marchés est-asiatiques présentent une grande variété de situations (*cf. tableau 7*), bien que l'évolution générale aille dans le sens d'une libéralisation. Mais en l'état actuel, les marchés d'actions restent très fermés aux non-résidents en Corée et à Taiwan (notamment par voie de plafonnement des titres pouvant être achetés), en dépit de l'adoption récente de programmes de libéralisation externe qui demeurent d'ailleurs très progressifs. Singapour et surtout Hong Kong sont les places boursières les plus ouvertes, la Malaisie et la Thaïlande se situant en position intermédiaire<sup>10</sup>.

Tableau 7  
PART DE LA CAPITALISATION ACCESSIBLE AUX ÉTRANGERS À LA FIN 1993

Hong Kong	99 %
Singapour	67 %
Malaisie	44 %
Taiwan	3 %
Corée	9 %
Thaïlande	40 %

Source : Indosuez (Services des Etudes Economiques et Financières) Perspectives (Avril 1994)

<sup>10</sup> Le degré d'ouverture boursière de ces deux places est variable suivant les secteurs économiques.

*e) De bonnes perspectives d'avenir*

A plus long terme, les perspectives de forte croissance de la région, ainsi qu'une plus grande maturité de ces marchés, entraînant une moindre prime de risque sur les actions, devraient favoriser une puissante dynamique boursière dans la région.

Les perspectives de croissance économique de cette région apparaissent durablement fortes<sup>11</sup>, grâce notamment au dynamisme du commerce intra-asiatique et à la très forte croissance de l'économie chinoise. Celle-ci a été continue, en moyenne de 9,5 % par an de 1978 (date de démarrage de l'*open-door policy*) à 1993. Le PIB a donc presque quadruplé durant cette période. La croissance a été jusqu'à présent principalement alimentée par l'investissement et la productivité. Les investissements étrangers directs ont joué un rôle majeur dans la croissance dans la période récente. Ils sont passés de 3,2 milliards de dollars en 1988 à environ 25 milliards en 1993 (presque la moitié du total des investissements directs à destination des pays en développement). C'est le dynamisme des exportations qui a de son côté constitué le principal facteur de soutien de la demande. Ces dernières ont été multipliées par plus de 4 en dollars constants entre 1980 et 1992. La part de celles-ci dans le PIB est passée de 6,1% (en 1980) à 19,8% en 1992. La Chine populaire occupe aujourd'hui le 12ème rang mondial au sein des exportateurs de marchandises (34ème rang en 1979). Ce dynamisme à l'exportation s'explique à la fois par les réformes entreprises (notamment les zones économiques spéciales), l'accès au marché américain (obtention de la clause de la nation la plus favorisée), la dépréciation du taux de change réel, les aides à l'exportation, les flux croissants d'investissements étrangers et la montée des coûts salariaux chez les principaux concurrents est-asiatiques.

Cette forte expansion ne s'est pas traduite jusqu'à présent par la création de déséquilibres externes importants. En dépit de l'apparition d'un déficit courant en 1993 (pour la 1ère fois depuis 1989), représentant 3% du PIB, la situation financière externe de la Chine reste favorable. La dette extérieure est estimée par la Banque mondiale à 69,3 milliards de dollars à la fin 1992. Mais les ratios d'endettement<sup>12</sup> demeurent relativement satisfaisants. Le poids de la dette par rapport au PIB était de 19% (37,6% pour l'ensemble des pays en développement) et celui du service de la dette sur les exportations de 9,6% (18,7% pour l'ensemble des pays en développement). Les réserves de change sont généralement estimées à 35 milliards de dollars fin 1993 (y compris la trésorerie en devises de la Banque

<sup>11</sup> Cf. par exemple les perspectives de l'OCDE, les perspectives de l'économie mondiale du FMI, les travaux du CEPII,...

<sup>12</sup> Sources : Banque mondiale, OCDE, FMI

centrale). Ce haut degré d'activité est à l'origine de l'expansion dans bon nombre de pays voisins. Les exportations des pays de l'ASEAN vers la Chine populaire représentent ainsi 3% de leur PIB moyen.

Certes, l'expansion en cours se heurte en effet à plusieurs limites sérieuses (saturation des infrastructures actuelles, fortes disparités régionales à l'origine de tensions commerciales, financières et démographiques entre provinces non négligeables, faible rentabilité du secteur d'Etat, dépendance des exportations au capital étranger, caractère cyclique<sup>13</sup> de l'économie en raison de l'approche graduelle de la transition, tensions inflationnistes qui se développent dans les régions à forte croissance, en particulier dans les villes,...). Mais les atouts de l'économie chinoise apparaissent cependant encore plus solides (processus graduel et réussi des réformes économiques, souvent expérimentées préalablement sur une base locale, ce qui a permis d'utiliser dans de bonnes conditions l'appareil administratif et de tester les nouvelles institutions ou le nouveau cadre légal que nécessitait la mise en œuvre de celles-ci, existence de la diaspora chinoise à l'origine d'une source de capitaux et d'un soutien commercial spécifiques, décentralisation des décisions, stabilité politique). La Chine populaire présente même certaines des caractéristiques qui ont fait le succès des modèles de développement est-asiatiques (le fait d'avoir assis dans un premier temps le processus de réformes sur l'agriculture, la stratégie de développement par exportations de biens manufacturés<sup>14</sup>, l'ouverture au capital étranger<sup>15</sup>, la maîtrise de la fécondité<sup>16</sup>, le haut niveau de l'épargne<sup>17</sup>).

A la différence des autres pays est-asiatiques, la Chine a au surplus un immense potentiel de développement dans les provinces intérieures et dans certains secteurs non encore touchés par la modernisation (transports, télécommunications, services aux entreprises). C'est la raison pour

13 L'une des conséquences les plus notables de l'approche graduelle a été de pousser à la formation de cycles de type stop and go. Les phases de démarrage des réformes ont été suivies d'expansion incontrôlée des affaires, à la source d'instabilité macro-économique, que les autorités n'ont pu maîtrisée que par le recours à des instruments directs de régulation macro-économique, faute d'efficacité des instruments indirects.

14 La part des produits industriels exportés dans le total des exportations est passée d'environ 50%, à la fin des années 70, à près de 80% aujourd'hui. La spécialisation s'est jusqu'à présent effectuée à l'instar des autres EDA (dans leur première phase de développement) dans les industries légères (industries de main d'œuvre telles que les textiles habillement, produits de l'artisanat,...) ce qui lui a permis de bénéficier d'avantages comparatifs en termes de coûts salariaux. Les autres pays d'Asie absorbent 65% du total des ventes chinoises.

15 A la fin de 1992, on comptait plus de 80 000 entreprises financées par capitaux étrangers. Près des deux tiers provenaient de Hong Kong.

16 L'indice synthétique de fécondité est à 2,4 en 1991 contre 5,8 en 1970.

17 Le taux d'épargne nationale est estimé à environ 34% en 1993, en dépit d'un recul au cours des dernières années de l'épargne des ménages et des entreprises.

laquelle les organismes de prospective ou de prévision annoncent généralement des taux de croissance très élevés pour encore au moins plusieurs années.

Il reste que pour aborder un sentier de croissance moins cyclique et instable, il est nécessaire de poursuivre le processus de réformes structurelles, dont les piliers seront la réforme fiscale et la réforme du système financier engagée en 1993.

#### *1-2- Des marchés obligataires souvent étroits*

A la différence des marchés d'actions, les marchés obligataires sont restés dans l'ensemble très étroits en Asie de l'Est, à l'exception de la Corée, et dans une moindre mesure (ainsi que de façon plus récente) de Hong Kong.

Le marché primaire (*cf. tableau 8*) ne représentait en 1993, qu'une part significative du PIB qu'en Corée (24,7%) et à Hong Kong (17,6%). En Corée, les trois quarts des émissions étaient le fait de l'Etat ou d'entreprises publiques. Dans le cas d'Hong Kong, la quasi-totalité des émissions est le fait de non-résidents.

Quant aux marchés secondaires, (*cf. tableaux 9 et 10*), leur dimension est également limitée et leur liquidité est faible. Plusieurs obstacles ont jusqu'à présent empêché un développement plus net du marché obligataire :

- \* La faiblesse des déficits publics (voire même les situations d'excédent) a empêché le développement d'un marché de titres de la dette publique.

- \* Les contraintes réglementaires sont nombreuses. A l'émission, les obligations sont parfois vendues (à des niveaux de taux inférieurs aux conditions du marché) à des institutions financières<sup>18</sup> tenues de les conserver en portefeuille pour satisfaire à des normes de liquidité ou à des coefficients de réserves obligatoires (Corée, Malaisie, Thaïlande). Un certain nombre de restrictions et de limitations entravent également le recours au marché de la part des émetteurs privés (Malaisie, Thaïlande, Taiwan)<sup>19</sup>. De plus, les obligations émises doivent être garanties par nantissement ou caution dans la totalité des EDA. La demande potentielle de titres par les investisseurs domestiques est également limitée, soit par des considérations prudentielles pour les institutions financières (dans tous les EDA sauf Hong Kong), soit en raison du niveau très élevé de la valeur nominale des titres pour les particuliers.

<sup>18</sup> De plus les titres n'étant cessibles qu'avec une forte décote, celles-ci sont obligées de les conserver jusqu'à l'échéance.

<sup>19</sup> C'est ainsi qu'à Taiwan, la loi sur les sociétés dispose que le montant des obligations émises par une société ne doit pas dépasser la valeur nette de ses actifs.

Tableau 8  
ÉMISSIONS BRUTES D'OBLIGATIONS SUR LES PRINCIPALES PLACES FINANCIÈRES  
(en milliards de dollars)

	1992	1993
New-York (NYSE)	325,3	449,8
Londres	132,9	217,8
Paris	112,8	138,3
Corée	67,5	78,5
Hong Kong	0,6	20,3
Taiwan	9,3	8,9
Kuala Lumpur	1,9	0,9
Thaïlande	0,0	0,1
Singapour	-	-
4 principales places d'Amérique Latine	27,3	61,4

Source : FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs)

76

Tableau 9  
CAPITALISATION BOURSIÈRE DES OBLIGATIONS  
SUR LES PRINCIPALES PLACES FINANCIÈRES  
(en milliards de dollars)

	fin 1992	fin 1993
New York	2 044,1	2 528,4
Londres	599,8	875,9
Paris	576,6	655,3
Singapour	101,2	119,0
Corée	82,7	97,7
Taiwan	20,8	26,2
Kuala Lumpur	2,0	4,5
Thaïlande	0,1	0,1
Hong Kong	nd	nd
5 principales places d'Amérique Latine	49,2	74,4

Source : FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs)

Tableau 10  
VOLUME DES TRANSACTIONS SUR OBLIGATIONS  
DANS LES PRINCIPALES PLACES FINANCIÈRES  
(en milliards de dollars)

	1992	1993
Bourses allemandes	1 015,2	1 468,9
Londres	1 149,4	1 259,3
Paris	817,2	1 268,0
Mexique	148,0	4 095,8
Singapour	0,9	4,8
Kuala Lumpur	0,3	1,4

Source : FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs)

\* L'infrastructure générale a été jusqu'ici dans l'ensemble peu propice à un développement plus accentué du marché obligataire (faiblesse du système de compensation et de règlement, peu de possibilités de couverture du fait de l'absence de marchés de produits dérivés dans certains cas, rareté des agences de «rating»,...).

Cependant, les pouvoirs publics de ces pays ont annoncé dans la période récente leur volonté de développer les marchés obligataires domestiques, notamment afin de financer certains projets d'infrastructure (en particulier à Hong Kong, en Malaisie et en Thaïlande) et pour éviter d'avoir à recourir aux sources de financement externes. Par ailleurs, les banques faisant face à une réduction de la croissance de leurs actifs en raison notamment des normes de fonds propres, cela rend nécessaire l'émergence de formes alternatives de financement pour les entreprises. Le souci de stimuler la concurrence dans la collecte et l'affectation des ressources et la volonté d'élargir la gamme des instruments de financement et de placement font aussi partie des motivations des autorités.

77

## II- Les places de Singapour et de Hong Kong

Ces deux pays présentent la particularité d'avoir fait du secteur financier l'un des vecteurs de leur développement<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> Celui-ci représente à Singapour plus de 25 % du produit intérieur brut et il est, aujourd'hui encore, le secteur économique de la cité-Etat qui croît le plus rapidement (+ 13 % en 1993), après l'électronique (+23 %). A Hong Kong, le secteur financier représente 24 % du revenu national.

*II-1 La place de Singapour*

	1992	1993
Croissance du PIB	5,8 %	9,9 %
Prix à la consommation (en moyenne)	2,3 %	2,4 %
Taux d'épargne nationale	47,2 %	45,9 %
Taux de chômage	2,7 %	2,7 %
Solde budgétaire (par rapport au PIB)	7,2 %	5,2 %
Solde de la balance courante (en Mds US dollars)	2,9	1,3
Réserves en devises (en Mds de US dollars)	39,9	48

Source : FMI et OCDE

Depuis son indépendance en 1965, Singapour a voulu se constituer en centre financier international. Le succès de ce pays de 2,8 millions d'habitants<sup>21</sup>, dont l'économie est très tertiaisée (le secteur tertiaire représente 60% du PIB en 1993), vient principalement de l'ancienneté de sa libéralisation ainsi que de sa très grande ouverture internationale.

*a) Une libéralisation et internationalisation déjà ancienne*

Singapour détient aujourd'hui le record mondial du poids des exportations (et réexportations) dans le PIB (289 % en 1993).

De même, dès la période qui a suivi son indépendance (1965), Singapour chercha à attirer les investisseurs étrangers. Aujourd'hui, le degré d'ouverture de l'économie est impressionnant : 84% du secteur financier, 67,4% de la production industrielle étaient, en 1992, détenus par des investisseurs étrangers. Le secteur financier de Singapour se distingue par la présence massive des institutions financières étrangères. Ainsi, 94% des quelque 200 banques présentes à Singapour, sont d'origine étrangère, ceci en raison de la place particulière que joue Singapour comme centre financier international, au travers de son marché offshore, lancé à la fin de la décennie 60.

En effet en 1968 fut ouvert, par la Bank of America, le premier compte en ACU (*Asian Currency Unit*), unité de compte séparée utilisée pour comptabiliser les transactions effectuées par les banques et les autres institutions financières en devises. Ainsi démarrait le marché offshore de Singapour, répliquant le modèle des euromarchés. La cité-Etat devenait progressivement (grâce à de nombreuses incitations fiscales) une place financière internationale, tout en isolant le SD (*Singapore dollar*) des mouvements de capitaux qui en résulteraient. Ce marché, grâce aux

21 Le PIB par habitant en 1993 (en PPA) s'établit à 19 100 US dollars.

besoins croissants d'opérations interbancaires internationales et l'afflux massif de capitaux occidentaux et japonais, connu une croissance exceptionnelle : le montant des actifs en circulation passa de 30 millions de USD en 1968 à 398 millions en 1970, puis à 355 milliards en 1992.

Les principales transactions effectuées sur ce marché sont les opérations interbancaires (80% des fonds employés) et les prêts à des agents non-bancaires non-résidents (50% de ceux-ci sont effectués en direction de l'Indonésie et 15% vers la Thaïlande, ce qui confirme le rôle du marché offshore de Singapour comme canal de financement des économies de l'ASEAN). Toutes les monnaies peuvent faire l'objet de transaction sur ce marché, sauf le dollar de Singapour, qui de ce fait n'est pas une monnaie entièrement internationalisée. En conséquence, l'offre de monnaie locale est grandement isolée des mouvements de capitaux sur les marchés internationaux, et la politique monétaire du pays bénéficie d'un surcroît d'autonomie, le SD étant à l'abri des mouvements spéculatifs à l'extérieur de Singapour.

Singapour se caractérise par la grande liberté dont jouit l'ensemble des investisseurs. Ainsi, le contrôle des changes sur les transactions courantes est supprimé depuis longtemps.

Quant au contrôle sur les mouvements de change liés à des transactions en capital il demeure, outre les limitations aux investissements en actions nationales par des non-résidents<sup>22</sup>, une impossibilité aux banques résidentes de prêter des SD à des non-résidents pour plus de 5 Mds de SD sans approbation préalable de l'autorité monétaire, le MAS (autorisation requise, bien sûr, pour des opérations autres que celles liées à des transactions commerciales). Cette disposition est liée à la volonté des autorités d'éviter toute internationalisation du SD.

Singapour fut aussi l'un des premiers pays en développement à recourir aux mécanismes du marché pour maximiser son efficacité économique : dans les années 70 furent abolis tous les instruments directs de contrôle monétaire (encadrement du crédit et des taux d'intérêt). Cette liberté fut néanmoins tempérée par la progressive mise en place d'une surveillance prudentielle des marchés financiers et le renforcement des pouvoirs de la *Monetary Authority of Singapore* (MAS) en 1986.

La MAS veille ainsi non seulement à la surveillance prudentielle des établissements de crédit, mais aussi à la correcte application des réglementations relatives aux marchés des valeurs mobilières et des opérations à terme.

---

<sup>22</sup> Il y a des quotas de participation étrangère (de 15 à 49 %) sur un certain nombre de sociétés (banques, télécommunications, transports).

*b) Les atouts de Singapour*

Le dynamisme du marché boursier est indéniable. A la fin de 1989, 333 sociétés étaient cotées au SES (*Stock Exchange of Singapore*). Puis, en janvier 1990 disparut, à l'initiative de la Malaisie, la cotation duale<sup>23</sup> des actions singapouriennes et malaises, les bourses des deux pays devenant indépendantes. De ce fait, le nombre des sociétés cotées au SES chuta à 153. Cependant, le SES témoigna par la suite d'un grand dynamisme, puisque sa capitalisation s'élevait fin 1993 à presque 133 milliards de SD (pour 216 sociétés cotées).

Le ratio capitalisation des actions nationales sur le PIB s'établit ainsi à 233 %, témoignant de la profondeur du marché de capitaux. 17,4 % de la population était actionnaire d'une société en 1992. Principalement national, le SES a vocation à s'internationaliser au fur et à mesure que s'accroîtra la part de capital étranger autorisée dans les sociétés locales.

Dans la compétition entre places financières (et notamment vis-à-vis de Hong Kong et de la Malaisie), Singapour dispose aussi d'un grand nombre d'atouts structurels parmi lesquels son degré d'ouverture et de développement élevé, d'infrastructures modernes, la sécurité des opérations. A cela il faut ajouter sa propension à l'innovation financière.

80 Le SIMEX (*Singapore International Monetary Exchange*) est à cet égard une grande réussite. Il est en effet le 1er marché à terme d'instruments financiers d'Asie après Tokyo. Etabli en 1984, il traite actuellement trois contrats à terme sur taux (eurodollar, euroyen, euromark), trois sur devise (DM, yen, livre sterling, indice Nikkei), trois contrats à terme sur le pétrole, l'or et le gaz, deux contrats sur indices (Nikkei et Bourse de Hong Kong) et cinq contrats d'options (dollar US, yen, DM, Nikkei et 2 devises).

L'activité de ce marché ne cesse de s'accroître : après avoir doublé en 1992, le nombre de transactions s'est établi en 1993 à 12,2 millions (72,2 millions sur le MATIF et 101,8 millions sur le LIFFE).

De nombreux projets en cours devraient aussi augmenter l'attractivité de Singapour (programme de privatisations, marché d'options sur actions,...).

---

23 Singapour a toutefois réagi en créant un marché de gré à gré (*CLOB International Market*) afin de permettre aux investisseurs d'effectuer des transactions sur les actions malaises retirées du SES. Les autorités s'attendent d'ailleurs à élargir ce marché aux entreprises d'autres pays asiatiques.

*II-2 La place de Hong Kong*

	1992	1993
Croissance du P.I.B.	5,3 %	5,4 %
Prix à la consommation	9,3 %	8,5 %
Taux d'épargne nationale	31 %	30,5 %
Solde budgétaire (par rapport au PIB)	2,6 %	1,2 %
Taux de chômage	2,0 %	2,0 %
Solde de la balance courante (en Mds US dollars)	1,7	4,1
Réserves (en Mds US dollars)	37,1	nd

Source : FMI et OCDE

A l'instar de Singapour, Hong Kong<sup>24</sup>, pays de moins de six millions d'habitants, et peu doté de matières premières, ne peut tirer sa richesse que de son ouverture à l'international. Celle-ci atteint aujourd'hui un degré considérable. L'ensemble de ses exportations (y compris les réexportations), s'élève, en 1993, à 280% du PIB.

Comme à Singapour, la part du secteur secondaire ne cesse de décroître, ne représentant plus en 1992 que 13% du PIB, contre 31% en 1970. Parallèlement, le secteur des services contribue de plus en plus au PIB, sa part passant de 60% en 1970 à 76% en 1992.

Dans ce contexte, les autorités du pays conduisent une politique macro-économique caractérisée par une volonté de stabilité : la politique budgétaire extrêmement prudente a conduit jusqu'à présent à un excédent systématique du budget de l'Etat, tandis que la politique monétaire est subordonnée à un unique objectif, la fixité du taux de change du Hong Kong Dollar vis-à-vis de l'USD depuis 1983.

*a) Des avantages comparatifs importants*

Hong Kong tire tout d'abord avantage de sa libéralisation et de son internationalisation financière plus accentuée qu'à Singapour.

Dans les années 70, Hong Kong a émergé comme centre financier *offshore*. Cette place dominante tient en grande partie au régime extrêmement libéral en vigueur à Hong Kong. En effet ce pays n'impose aucun contrôle des changes et aucune restriction sur les monnaies utilisées. De même, il n'existe pas de distinction officielle entre résidents et non-résidents.

A cela s'ajoute une réglementation très souple (absence de réserves obligatoires pour les banques par exemple) et une fiscalité attrayante. Le

<sup>24</sup> Le PIB par habitant est de 18,350 USD dollars en 1993 (en PPA).

marché financier de Hong Kong des valeurs mobilières est en effet le moins fiscalisé et le moins réglementé d'Asie. La suppression, en 1982 et 1983 de l'impôt à la source frappant les intérêts sur les dépôts bancaires en monnaie étrangère et nationale détenus par des non-résidents joua à cet égard un grand rôle dans l'attractivité de la place.

En raison du dynamisme de la place et de l'absence de discrimination envers les banques étrangères, la quasi totalité des grandes banques du monde sont présentes à Hong Kong (83 sur les 100 premières, fin 1990, dont une dizaine de banques françaises).

Ce sont même trois de ces banques étrangères qui dominent le marché financier interne. En effet, la Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (et sa filiale la Hang Seng Bank, toutes deux enregistrées fiscalement en Grande Bretagne), la Bank of China (banque d'Etat de la République populaire de Chine), et la Standard Chartered Bank (banque anglaise ayant une implantation ancienne), réalisent (fin 1991) les deux tiers du volume des opérations bancaires réalisées localement.

Cependant, la force de Hong Kong tient aussi à la qualité de ses infrastructures et, surtout, à sa proximité avec la République populaire de Chine. En 1990, 36% des exportations de la Chine ont été réexportées *via* Hong Kong. Entre 1979 et 1990, Hong Kong a représenté 62% de l'investissement direct total en Chine. 90% des entreprises manufacturières de Hong Kong ont tout ou partie de leur production délocalisée en Chine et ces délocalisations sont directement à l'origine d'environ 3 millions d'emplois dans la province chinoise du Guangdong. De même, un nombre croissant d'entreprises chinoises commencent à émettre sur la Bourse de Hong Kong.

82

#### *b) Des marchés de capitaux dynamiques*

Le marché des changes de Hong Kong est l'un des plus importants du monde, avec un volume quotidien de transactions se montant en moyenne, en avril 1992, à 61 milliards de USD (300 à Londres, 192 à New York, 128 à Tokyo, 35 à Paris). Ce marché est d'autant plus dynamique que les banques et les établissements collecteurs de dépôts sont obligés d'investir leurs liquidités résiduelles en devises en raison de la pénurie d'instruments du marché monétaire en HK Dollars et de la rareté des titres négociables de la dette publique.

Le volume des opérations interbancaires a été multiplié par 16,5 dans la décennie 80. Le développement du marché interbancaire témoigne des relations de plus en plus étroites qu'entretient Hong Kong avec ses voisins asiatiques: actuellement, les opérations avec l'Asie représentent 70 à 80 % des transactions interbancaires réalisées par les institutions financières de Hong Kong. De surcroît s'est développé récemment le marché des billets

de trésorerie et de certificats de dépôts, marché quasiment inexistant au milieu de la décennie 80.

Le marché des actions de Hong Kong occupait, en terme d'émission et de capitalisation, la première place en Asie, après le Japon. 477 sociétés étaient cotées fin 1993 (299 fin 1990). Environ 50% de la capitalisation était détenue par des investisseurs étrangers.

Le krach boursier de 1987 mit en lumière la faiblesse structurelle de la surveillance prudentielle sur ce marché (fermeture de la Bourse pendant deux jours, impossibilité de l'organisme de compensation du marché à terme d'honorer tous ses engagements). A la suite d'une Commission d'enquête, il fut créé, en mai 1989, un nouvel organisme de réglementation, juridiquement constitué indépendamment de l'Administration centrale : la «Securities and Futures Commission», qui a notamment pour fonction de conseiller le gouvernement sur des questions relatives au marché des valeurs mobilières, de contrôler et surveiller les activités des sociétés de bourse, de promouvoir un code de conduite auprès des intervenants sur les marchés. Cette commission a notablement réduit le poids des brokers dans la Bourse de Hong Kong.

En comparaison au marché d'actions, le marché obligataire souffre d'un sous-développement relatif qui s'explique par l'excédent régulier du budget de l'Etat. Depuis la fin des années 80, le gouvernement tente de développer ce marché, par l'intermédiaire de plusieurs mesures fiscales et des programmes d'émission des collectivités publiques (*Office of the Exchange Fund* et le Gouvernement) et d'ouverture aux non-résidents. Ce sont ces derniers qui animent l'essentiel de ce marché. La Banque Mondiale et la Banque Asiatique de Développement ont d'ailleurs émis dans les années récentes à Hong Kong.

83

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- The East Asian Miracle (World Bank 1993).  
 Perspectives. Banque Indosuez (avril 1994).  
 Emergence des marchés obligataires dans les EDA (OCDE 1993).  
 Asian Finance Liberalisation and Deepening. *The Amex Bank Review* (September 1993).  
 Recent Policy Developpments in Financial Liberalisation in Asian Countries. *Central Bank of Philippines Review* (January 1992).  
 Emerging Equity Markets ; Growth, Benefits and Policy Concerns. *IMF Paper* March 1994.  
 Est et Sud-Est Asiatique : une déréglementation embryonnaire. *Marchés et Techniques Financières* (mai 1994).

Monetary Policy in the SEACEN Countries ; on update, The SEACEN Centre Kuala Lumpur 1993.

Deregulation in the Financial Systems of the SEACEN Countries, The SEACEN Centre Kuala Lumpur 1989.

Hong Kong 1994 Government Information Service.

Annual Report of the Hong Kong Monetary Authority and of the Monetary Authority of Singapore.

Rapports annuels de la Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV).