



L'Art de la Réforme

Comment appliquer les leçons de Sun Tzu aux marchés financiers d'Asie

Andrew Sheng

Ci-dessus : guerriers en terre cuite de Xian et jeu de dames chinois (collage).

COMME L'ASIE est l'une des régions du monde qui connaissent la plus forte croissance — elle a aussi l'épargne la plus élevée —, elle semble promise à un brillant avenir. Pourtant, neuf ans après la crise de l'Asie de l'Est, les marchés financiers de la région n'ont pas totalement résolu les problèmes que leur posent une intermédiation financière insuffisante et une gestion des risques inefficace. Bien que l'Asie remplisse presque toutes les conditions pour avancer dans la voie des réformes nécessaires, les progrès sont lents. L'une des raisons de cette situation est que le type asiatique d'économie subjective, fondée sur les relations, qui fonctionnait bien dans un système fermé, n'est plus viable aujourd'hui. La mondialisation a changé les règles du jeu : les économies ouvertes sont soumises à des normes internationales de comportement transparentes qui mettent l'accent sur la comparabilité et la responsabilisation.

La chute de la capitalisation boursière due à la crise financière a entraîné une perte colossale de richesse sur les marchés boursiers de la région. Entre le sommet de 1989 et le mois d'août 1998 — considéré en général comme le point culminant de la crise —, le marché boursier japonais a subi une baisse estimée à 2.400 milliards de dollars EU, soit 53,3 % du PIB japonais de 1997. Entre 1996-97 et août 1998, les autres bourses asiatiques ont perdu 1.400 milliards de dollars EU, soit 65,9 % de leur PIB total, sans compter les pertes du système bancaire dues à l'annulation des prêts

improductifs ainsi qu'au provisionnement et aux moins-values résultant de la chute des prix de l'immobilier.

La bonne nouvelle est que la crise a contraint le système financier asiatique à changer en profondeur. Il reste cependant beaucoup à faire pour que l'Asie consolide sa position d'acteur de premier plan sur la scène économique internationale. Ayant participé activement ces trente dernières années à la réforme financière en Asie, je vais tenter de décrire ce à quoi pourrait ressembler la stratégie de réforme en m'inspirant des leçons offertes par un stratège chinois du V^e siècle av. J.-C. En effet, les instruments stratégiques qu'il propose pour gérer le changement, qui sont couramment utilisés par les réformateurs des entreprises, n'ont pas été appliqués aux réformes des systèmes financiers.

Photographie du système financier asiatique

L'Asie représente 55 % de la population mondiale, environ un tiers du PIB de la planète en termes de parité de pouvoir d'achat et un quart des exportations mondiales, mais seulement 13 % du marché mondial des actions. Son épargne, qui a atteint en moyenne 30 % du PIB ces deux dernières décennies, se traduit par un total d'actifs financiers (somme du crédit bancaire au secteur privé, de la capitalisation boursière et de l'encours total des obligations) qui équivalait à environ 300 % du PIB en 2004, soit à peu près autant qu'en Europe et aux États-Unis.



Toutefois, le système financier de l'Asie présente plusieurs différences avec ceux d'Europe et des États-Unis (par Asie on entend ici Japon, Chine, Corée, RAS de Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Singapour et Thaïlande). Premièrement, **il est dominé par les banques** (voir tableau), le crédit bancaire au secteur privé représentant 108 % du PIB, soit un peu moins seulement que les 125,3 % de l'Union européenne. Bien que les marchés boursiers d'Asie, en termes de capitalisation, soient assez importants et comparables en profondeur à ceux d'Europe (environ 75 % du PIB dans les deux cas), ils sont en réalité beaucoup moins actifs que ceux d'Europe et des États-Unis. En effet, si l'on exclut le Japon, les marchés obligataires d'Asie ne représentent que 45 % du PIB, soit la moitié de ceux d'Europe (voir graphique).

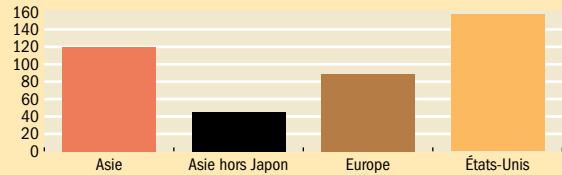
Deuxièmement, **l'économie et le système financier japonais**, qui, en 2004, représentaient 52 % du PIB et 64 % du total des actifs du système financier asiatique, **ont une place prédominante en Asie**. Autrement dit, le Japon pèse presque deux fois plus que le reste de l'Asie. Comme le marché financier japonais est surtout national et dominé par les banques, et même avec les places financières internationales de la RAS de Hong Kong et de Singapour, l'Asie ne joue pas pleinement son rôle au niveau mondial. Le Japon et les grands marchés que sont la Chine, l'Inde, les nouvelles économies industrielles d'Asie et les membres de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est partagent la responsabilité de l'état actuel de l'intermédiation financière en Asie.

Troisièmement, **le développement institutionnel du secteur non bancaire est moins dynamique en Asie qu'en Europe et aux États-Unis**. Les nouvelles compétences sur les marchés des capitaux et de l'assurance viennent toujours de Londres ou de New York. Si les compétences en matière de gestion de portefeuille s'améliorent, les grandes institutions d'épargne contractuelle sont généralement dominées par un secteur public dont les stratégies d'investissement sont marquées par la prudence et limitées au marché national. Les actifs des institutions d'épargne contractuelle en Malaisie et à Singapour, par exemple, deux des secteurs les plus développés d'Asie dans ce domaine, ne représentent que 60 à 80 % du PIB, contre plus de 160–180 % dans la plupart des pays d'Europe et 100 % aux États-Unis (Musalem and Tressel, 2003). Bien que le marché obligataire japonais, équivalant à 190 % du PIB, soit l'un des plus vastes des pays industrialisés, la plupart des engagements

Une contribution insuffisante?

Hors Japon, le marché obligataire asiatique reste très peu actif.

(marché obligataire en pourcentage du PIB, 2004)



Source : calculs des auteurs.

correspondants sont détenus par la Poste japonaise et les institutions financières du pays. Les stratégies fondées sur l'aversion pour le risque et la conservation des titres, de préférence domestiques, signifient que les marchés asiatiques des obligations et des dérivés ne sont pas aussi liquides et actifs que ceux des autres pays industrialisés.

Quatrièmement, malgré l'abondance de l'épargne, **le système financier asiatique s'est montré volatil et vulnérable aux énormes pertes de richesse**, en partie à cause de faiblesses structurelles. Avant la crise asiatique, les ratios cours/bénéfices étaient généralement plus élevés que ceux des pays développés en raison du faible montant des émissions publiques et du contrôle strict que des familles ou des sociétés étroitement imbriquées exerçaient sur les marchés, ce qui empêchait les prises de contrôle par des investisseurs extérieurs ou étrangers. De plus, les marchés boursiers d'Asie étaient spéculatifs et constituaient davantage un moyen d'utiliser les actions, par un «double effet de levier», comme garantie des emprunts bancaires afin de concentrer le contrôle que de lever directement des capitaux auprès du public, ce qui aurait dilué l'actionnariat.

Les leçons de la crise

La crise financière des années 1997–98 a enseigné aux dirigeants asiatiques l'importance de politiques macroéconomiques saines et d'une bonne gestion des risques pour éviter les asymétries entre les monnaies de libellé des engagements et entre les échéances, ainsi que celle de la gouvernance et du contrôle des entreprises. Rétrospectivement, ils ont compris qu'il était essentiel de développer le marché des capitaux pour atteindre quatre grands objectifs :

- **Allocation efficiente des ressources.** L'objectif consiste à réduire la dépendance vis-à-vis du système bancaire, dans lequel les prêts étaient à court terme ou libellés en monnaie étrangère.
- **Découverte des prix plus efficace.** Les primes de risque et les ratios cours/bénéfices doivent refléter les repères internationaux. Ils ne doivent être ni trop bas ni trop élevés, ce qui révélerait des anomalies ou des distorsions du marché national incitant à l'arbitrage et à la spéculation.
- **Saine gestion du risque et protection contre l'aléa moral.** Cela permettrait aux intervenants des secteurs privé et public, y compris les intermédiaires financiers, de gérer leurs risques de manière responsable et transparente afin d'éviter les surprises du marché.
- **Bonne gouvernance des entreprises et transparence du marché.** L'efficacité du marché repose principalement sur la confiance que le public accorde aux collecteurs de fonds (qu'il s'agisse d'actions, de titres de dette ou de dérivés).

La prépondérance des banques

L'Asie est encore trop tributaire du financement bancaire. (pourcentage du PIB)

	Dépôts bancaires		Marché d'actions		Marché d'obligations	
	1990	2004	1990	2004	1990	2004
Chine	75,6	177,8	n.d.	40,3	8,5	29,4
Corée	32,6	68,8	48,2	56,1	34,1	74,9
Hong Kong (RAS)	205,6	299,3	107,2	486,3	1,5	28,3
Inde	31,4	51,1	10,4	48,4	19,9	31,7
Indonésie	29,8	38,9	4,4	24,9	0,4	24,1
Japon	100	120,5	121,7	73,2	85,9	181,6
Malaisie	52,1	88,7	100,7	152,6	69,8	89,3
Singapour	74,3	104,4	95,8	149	27,8	58,6
Thaïlande	56,8	79,7	29,2	72,3	9,7	38,9
Allemagne	53,8	96,7	21,7	42,2	51,6	80,3
États-Unis	59,6	58,8	57,5	131,6	122	157,2
Royaume-Uni	87,8	115,0	85,2	123	36,8	43,9
Europe	42,1	86,8	52,3	72,1	65,9	88,8

Sources : données CEIC; Banque mondiale, données sur le secteur financier (février 2006).
Note : n.d. = non disponible.

La crise asiatique a aussi entraîné des changements massifs sur le front international, l'architecture du système financier international étant bouleversée de fond en comble. Le Forum de stabilité financière, créé en 1999, évalue régulièrement les progrès de la surveillance de la stabilité financière et incite les pays, avec les institutions financières internationales, à mettre en place les normes internationales de base (comptabilité, gouvernance des entreprises, transparence budgétaire et monétaire). Les institutions financières internationales ont accru leur capacité de réaliser des programmes d'évaluation du secteur financier et d'apporter une assistance technique. Enfin, en 2003, les universitaires et les praticiens du secteur financier au plus haut niveau s'étaient mis d'accord sur les éléments nécessaires au fonctionnement efficace des marchés de capitaux : bourses et systèmes de compensation et de règlement qui permettent le négoce et dispositifs du marché monétaire qui facilitent le règlement; système juridique qui fasse respecter les contrats; information rapide sur la solidité financière des pays et leurs perspectives; enfin, gouvernance des entreprises de nature à convaincre les investisseurs que leurs fonds ne seront pas gaspillés ni volés.

Il est temps d'accélérer la réforme

Il est urgent de réformer les marchés financiers d'Asie pour des raisons internes et externes. À l'intérieur de l'Asie, les responsables reconnaissent que l'absence de marchés de capitaux actifs et liquides fait obstacle à l'efficacité. Les marchés d'actions solides peuvent améliorer la gouvernance de beaucoup de sociétés, surtout celles qui sont détenues par l'État, en les soumettant à l'épreuve du marché. Il faut des marchés actifs et liquides d'obligations et de dérivés pour financer l'infrastructure sociale à long terme et aussi pour améliorer la gestion de la monnaie et du taux de change.

Le fait que les Asiatiques détiennent actuellement 2.100 milliards de dollars EU en réserves de change sur les marchés des États-Unis prouve non seulement que les marchés hors de l'Asie sont plus efficaces, mais aussi que les marchés asiatiques sont incapables d'absorber suffisamment l'épargne intérieure. Comme l'économie de l'Asie est relativement jeune et comporte de grandes poches de pauvreté, les besoins en investissements dans l'infrastructure sociale doivent être énormes, mais les marchés de capitaux et les intermédiaires nationaux ne sont pas équipés pour les financer.

À l'extérieur, étant donné l'importance croissante de l'Asie dans l'économie mondiale, les États-Unis et l'Europe exercent une pression sur les pays asiatiques pour qu'ils adoptent des régimes de change plus flexibles afin de corriger les déséquilibres mondiaux. Personne ne souhaite qu'un retrait de ces immenses réserves de change ne vienne déstabiliser les marchés mondiaux. Personne ne doute qu'un marché asiatique des capitaux solide et réactif constituerait un élément important du réseau financier mondial et qu'en revanche un marché des capitaux fragile et une infrastructure peu solide présenteraient des risques systémiques.

Les conditions sont presque toutes remplies pour que l'Asie adopte rapidement les réformes qui s'imposent. Il ne lui manque ni l'épargne ni la technologie et les compétences nécessaires pour mettre en place le matériel, les logiciels et l'infrastructure d'un marché financier moderne. Les institutions financières internationales sont prêtes à offrir leurs conseils, des normes mondiales ont été instituées et diffusées, et les socié-

tés financières étrangères sont toutes disposées à aider à l'édification des marchés financiers. On connaît même les grandes lignes du calendrier de réforme : mettre en place d'abord un marché monétaire actif, indispensable à la création de marchés des changes et de la dette publique, puis des marchés de la dette des entreprises, des actions et des titres adossés à des actifs, et enfin le marché complexe des dérivés (voir Karacadag, Sundrarajan, and Elliot, 2003). En outre, il existe un modèle qui permet aux réformateurs de mettre en place la politique et les réformes institutionnelles nécessaires pour rendre les marchés nationaux plus efficaces et plus robustes.

Toutefois, on constate de plus en plus, non sans découragement, que les réformes du secteur financier seront plus difficiles et plus lentes qu'on l'avait imaginé. Malgré la volonté politique initiale, les progrès ont ralenti en Asie depuis que la menace de crise s'est éloignée; quelques pays sont peut-être même revenus sur certaines réformes.

Pourquoi les progrès sont-ils si fragmentaires et sporadiques? Parmi les nombreuses raisons, on peut citer le désaccord sur la vitesse à laquelle on peut appliquer les réformes, les conseils divergents sur la politique à suivre et les plaintes des entreprises devant la complexité de la réglementation et les coûts de mise en conformité croissants qui font obstacle à la concurrence et à l'entrée sur le marché.

Un paradigme pour la réforme

Après des années d'efforts pour faire aboutir les réformes, y compris les changements de législation, le renforcement des institutions et la restructuration, j'en suis venu à comprendre qu'il ne suffit pas d'aborder au coup par coup les réformes du secteur financier. Il faut adopter le point de vue global ou même holistique de l'économie politique. En m'inspirant du stratège chinois de Ve siècle av. J.-C. Sun Tzu, auteur de *L'Art de la guerre*, dont la lecture est désormais requise dans les écoles de gestion, je voudrais proposer une méthode pour la réforme des marchés financiers d'Asie.

Pourquoi un spécialiste de la réglementation s'inspirerait-il de l'histoire ancienne? En lisant Sun Tzu dans le texte original et en le comparant aux concepts modernes de gouvernance et de gestion, je me suis aperçu que ses idées sont plus subtiles et profondes que le suggèrent les traductions anglaises trop littérales. En matière de comportement social et de compétition ou de conflit institutionnel, dont la guerre représente le cas extrême, c'est la qualité de la gouvernance qui détermine l'issue. Pour Sun Tzu, toutes les questions relatives à la guerre (ou à la prise de décision en situation d'incertitude) comportent cinq facteurs essentiels de calcul stratégique : morale, ciel, terre, commandement et loi/discipline. Comment peut-on appliquer ces concepts aux marchés modernes?

Premièrement, entre plusieurs marchés en concurrence, les intervenants choisissent celui qu'ils considèrent comme le plus honnête (la morale). Ils donnent la préférence aux marchés qui sont transparents, protègent le droit de propriété et comportent des coûts de transaction peu élevés. Il n'est donc pas surprenant que certains marchés émergents où les pratiques monopolistes sont très protégées souffrent d'une faible liquidité, d'une crédibilité insuffisante, de coûts de transaction élevés et d'une fuite des capitaux.

Deuxièmement, le concept de ciel représente les risques que présentent le temps et les évolutions qui échappent à notre pouvoir. Comme toute réforme comporte un élément de risque et



d'incertitude, le réformateur doit peser les risques et les chances en adaptant les tactiques, les procédures, les règles et les principes au moment et à la situation. La gestion du risque, la qualité de l'information et l'évaluation des risques et des chances sont autant d'éléments de la gestion des projets, depuis le plus modeste jusqu'à la macrogestion des réformes financières.

Troisièmement, le concept de terre renvoie à l'évaluation des ressources, à la logistique et à la nature du terrain. Les réformes doivent être adaptées à la taille du marché et au volume des ressources (humaines, intellectuelles, financières et politiques) qui sont disponibles. Les marchés étendus et géographiquement dispersés nécessitent des méthodes de réforme différentes de celles qui s'appliquent aux marchés de petite taille et compacts. Il faut mesurer l'importance stratégique des intérêts particuliers.

Quatrièmement, le concept de commandement représente cette qualité insaisissable qui détermine la gouvernance des institutions sociales. L'histoire récente des réformes est riche d'exemples de dirigeants incapables qui gâchent les occasions de progresser, mais aussi de personnes sensées qui obtiennent des réformes financières dans des conditions quasi impossibles. Souvent, les firmes étrangères sont des alliées utiles qui peuvent offrir la technologie, les compétences et l'accès au marché qui renforcent la crédibilité et l'efficacité du marché national. Certes, ce sont aussi de futures concurrentes. Les réformes intérieures doivent donc trouver un équilibre délicat entre la satisfaction des sentiments nationalistes, qui peuvent bloquer les réformes, et l'accueil d'un nombre suffisant de talents et de concurrents étrangers pour empêcher la rente tirée des privilèges et des intérêts particuliers de se transformer en exploitation. Ce sont là des compromis délicats que les bons dirigeants doivent négocier.

Enfin, la loi et la discipline renvoient à la structure des incitations qu'offre le marché. Le débat sur la gouvernance des entreprises a montré qu'il ne suffit pas de changer les lois et les codes pour modifier leur comportement. Il faut faire respecter les lois. De même, les études récentes révèlent que, pour mettre en place la réforme de la réglementation, les administrations doivent aligner leurs intérêts sur leurs objectifs. Faute d'incitations judicieuses, la bureaucratie peut être détournée de sa tâche par la captation réglementaire, l'inertie ou la corruption et empêchée d'atteindre les objectifs de la société et ceux du marché.

Mettre en pratique les leçons de Sun Tzu

Comment appliquer les calculs stratégiques de Sun Tzu dans les conditions d'aujourd'hui? Je pense que les marchés, comme tous les systèmes sociaux, doivent être gérés. Les participants s'intéressent surtout aux questions suivantes :

- l'**honnêteté** du marché telle qu'ils la perçoivent;
- la **transparence** : les participants sont-ils suffisamment informés pour déterminer si, en matière de performance et de conformité, la fourniture des biens publics et privés répond à des règles qui protègent leur droit de propriété?
 - les normes mondiales par rapport auxquelles on apprécie la performance et la conformité pour pouvoir déterminer dans quelle mesure la gouvernance permet la **responsabilisation**;
 - les problèmes de gouvernance qui peuvent **fausser** la performance. Les distorsions des incitations, comme l'aléa moral, le non-respect des lois, l'absence de concurrence et les abus administratifs, peuvent entraîner d'énormes pertes, en déclenchant soit la fuite des capitaux, soit la faillite et la crise financières.

Compte tenu de l'importance de la transparence et de l'honnêteté, je pense que l'Asie doit changer fondamentalement de mentalité. Elle doit passer d'une économie subjective, fondée sur les relations, à une économie fondée sur des règles. La première domine quand les règles du jeu sont vagues et qu'il n'y a aucune transparence. Dans le passé, les marchés émergents ne pouvaient pas se conformer aux normes internationales parce qu'ils n'avaient pas le savoir-faire, les ressources et les compétences pour affronter la concurrence internationale. Quand les économies d'Asie étaient relativement fermées, les marchés pouvaient fonctionner dans le cadre de relations étroites et d'élites appuyées sur de puissants privilèges.

L'Asie peut reprocher à la mondialisation d'avoir mis en lumière ses faiblesses internes, mais elle ne doit s'en prendre qu'à elle-même si elle ne satisfait pas aux normes internationales d'efficacité et de comportement du marché, parce que les pertes d'efficacité ou de possibilités de production retombent en grande partie sur les citoyens. Les crises financières pèsent généralement sur les pauvres et les faibles; les riches ont les moyens de couvrir leurs risques.

Avec la mondialisation et l'arrivée d'Internet, l'Asie n'a plus d'excuse. L'Organisation internationale des commissions de valeurs, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, l'Association internationale des contrôleurs d'assurance, le Conseil international de normalisation comptable et l'OCDE fournissent les normes par rapport auxquelles les économies seront évaluées et mesurées par le FMI dans le cadre du programme d'évaluation du secteur financier. Les investisseurs nationaux et étrangers se référeront à ces évaluations, ainsi qu'aux agences de notation du crédit et aux analyses internationales, pour estimer eux-mêmes la qualité de la gouvernance des marchés asiatiques. Ils seront peut-être aussi amenés à se rappeler le dicton de Sun Tzu : celui qui connaît le concurrent et se connaît lui-même est le vainqueur de la compétition mondiale. ■

Andrew Sheng, ancien Président de la Hong Kong Securities and Futures Commission, est professeur invité sur la chaire Tun Ismail Ali à l'université de Malaya et professeur auxiliaire à la Graduate School of Economic Management de l'université de Tsinghua.

Bibliographie :

Fonds monétaire international, 2004 "Financial Sector Regulation: Issues and Gaps"; <http://www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/080404.pdf>

Karacadag, Cem, V. Sundrarajan, and Jennifer Elliot, 2003, "Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing," in *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, edited by Robert E. Litan, Michael Pomerleano, and V. Sundrarajan (Washington: Brookings Institution).

Musalem, Alberto R., and Thierry Tresselt, 2003, "Institutional Savings and Financial Markets: The Role of Contractual Savings Institutions," in *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, edited by Robert E. Litan, Michael Pomerleano, and V. Sundrarajan (Washington: Brookings Institution).

Sheng, Andrew, 2004, "Optimal Financial Structure for Economic Growth: Lessons from Other East Asian Economies" (Beijing: China Centre for Economic Research).

———, 2005, "Attracting Global Investors to Emerging Markets," presented at 2005 IOSCO Emerging Markets Regional Training Seminar, Taipei, February 24 (disponible à l'adresse www.sfc.hk).

Sun Tzu, 2000, *L'Art de la guerre* (Paris, Flammarion).