

# Marchés profonds, capital moins cher

**Des réformes du secteur financier peuvent réduire le coût du capital, stimuler l'investissement et favoriser le rééquilibrage des économies asiatiques**

*Sanjay Kalra*

**D**ANS le débat général sur les déséquilibres extérieurs, l'attention internationale se porte sur l'«excès» d'épargne en Asie. Bien qu'il soit surtout centré sur le rôle de la Chine, on s'intéresse aussi à l'équilibre épargne-investissement dans d'autres pays, notamment ceux de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN), dont l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande.

Est-il vrai que l'Asie épargne trop ou n'investit pas assez? La réponse varie selon les économies : les unes devraient épargner moins et les autres investir plus. Mais la question des moyens de remédier aux déséquilibres se pose dans la plupart. Selon des études récentes (Kalra, 2010; Oura, 2008), l'investissement, en particulier celui des entreprises, serait supérieur dans certains pays si une réforme du secteur financier permettait de réduire le coût du capital et de le répartir plus efficacement. Cela atténuerait les déséquilibres.

## Des systèmes plus solides

Pour le moment, les économies asiatiques résistent mieux à la dernière récession mondiale que dans le passé. Depuis la crise de 1997, la situation financière des entreprises s'est nettement améliorée : l'endettement a diminué, la rentabilité et la liquidité ont augmenté. Les indicateurs de vulnérabilité se sont aussi redressés et les risques de défaillance sont moindres qu'il y a dix ans. En bref, la gestion et la solidité des sociétés semblent avoir progressé dans un certain nombre de pays asiatiques touchés par la crise. On constate aussi un renforcement des structures financières. Les indicateurs des systèmes bancaires s'améliorent depuis dix ans. Ainsi, les économies asiatiques peuvent maintenant accroître leurs investissements pour satisfaire une demande interne plus élevée, rééquilibrant la croissance et tirant au mieux parti de la reprise mondiale.

La manière dont elles exploiteront ces possibilités dépendra en partie de la capacité de leurs systèmes financiers à bien répartir les fonds entre les projets d'investissement, en réduisant le coût du capital et en répondant aux besoins les plus urgents. Les réformes financières peuvent être utiles sur ces deux plans.



District financier de Singapour.

## Une marge d'expansion

Dans nombre de pays asiatiques, le système financier reste dominé par les banques, le marché obligataire local étant étroit et peu sollicité par les sociétés. La capitalisation boursière est souvent assez faible en comparaison des économies avancées d'Asie et d'ailleurs. La participation étrangère aux marchés d'actions et d'obligations est aussi limitée. D'ailleurs, les fortes fluctuations des cours de bourse générées par les vagues périodiques d'entrées de capitaux sont le signe d'un manque de profondeur des marchés. Au total, de nombreux systèmes financiers doivent se développer et se diversifier.

Les entreprises asiatiques utilisent bel et bien différentes options de financement par endettement, et chercheraient des substituts au crédit bancaire si les marchés de capitaux étaient plus profonds et plus liquides. Ainsi, pendant la crise financière mondiale de 2008, l'émission d'obligations privées en monnaie nationale a connu une poussée, mais elle n'a pas duré. Les besoins de financement étant limités à ce moment-là, les entreprises ont remplacé le crédit bancaire par le financement obligataire pour profiter de la baisse des taux (Kalra and Oner, 2010).

## Les coûts de fonctionnement

Les systèmes financiers asiatiques sont en mesure d'abaisser les coûts et de répartir plus efficacement les capitaux. Dans certaines économies, dont l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande, on pourrait ramener le coût du capital au niveau des autres systèmes bancaires de la région (Australie, Corée, Nouvelle-Zélande et Singapour). Cela au moyen de réformes visant à renforcer les bilans des banques, à élarguer les créances douteuses et à améliorer l'information sur le crédit. Dans des pays comme l'Indonésie, une réforme structurelle réduisant le risque de crédit — par exemple en clarifiant les procédures en matière de garantie et de faillite — ferait aussi baisser les taux débiteurs.

Les frais de fonctionnement des systèmes bancaires se reflètent dans le coût global du capital supporté par les entreprises. Des mesures simples de ce coût résument la situation : il est en général supérieur dans les pays où les charges bancaires le sont aussi (voir graphique). Comme les marchés d'actions et



d'obligations privées sont étroits dans beaucoup de pays asiatiques, le prix du crédit bancaire détermine le coût du capital. Kalra (2010), à la suite d'Ameer (2007), élabore des mesures englobant le coût des fonds propres et celui des emprunts. Ce sont des mesures exhaustives du coût du capital, qui comprennent les multiples de capitalisation, les perspectives de croissance, le taux d'intérêt et le taux de l'impôt sur les sociétés.

Réduire le coût du capital stimulera très probablement l'investissement. L'analyse empirique de ce dernier au niveau des entreprises montre qu'il est largement déterminé par les coûts de

financement : un moindre coût du capital s'accompagne d'un surcroît d'investissements.

Cela vaut pour plusieurs économies asiatiques (Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, province chinoise de Taiwan et Thaïlande) et pour les différentes sources de financement externes de l'investissement, c'est-à-dire la dette et les fonds propres. Dans certaines économies (Corée, Malaisie et province chinoise de Taiwan), l'investissement est plus sensible au coût de l'endettement, peut-être en raison d'une capitalisation boursière et de marchés d'actions nettement plus importants par rapport au PIB.

### L'efficacité de la répartition

Y a-t-il des frictions sur les marchés financiers asiatiques (coûts de transaction qui sont élevés ou rendent l'emprunt difficile pour les entreprises) qui puissent être corrigées par des réformes? Les frictions peuvent avoir des origines diverses, comme l'organisation institutionnelle, la taille des marchés et les lacunes de l'information. Il s'avère qu'elles entravent la répartition efficiente du capital entre les secteurs et les entreprises en Asie.

À l'évidence, les frictions et les contraintes de financement étant différentes selon les secteurs et les pays, surtout si on les compare à des économies plus développées comme les États-Unis, il est fort probable que les obstacles au rééquilibrage varient d'un pays à l'autre. Il y a aussi une différenciation des comparatifs du système financier.

Dans certains pays, tels que l'Inde et la Thaïlande, on constate des frictions dans l'ensemble du secteur financier et les entreprises se heurtent à des contraintes de financement. Ailleurs, elles sont moins perceptibles. En Corée, en Malaisie et à la province chinoise de Taiwan, où le segment non bancaire est plus étoffé, le système financier semble répartir plus efficacement le capital. Les marchés d'actions et d'obligations distribuent notamment mieux les fonds entre les secteurs et les entreprises.

Mais cela ne vaut que pour les entreprises cotées en bourse, qui ont accès aux financements externes. Or, dans plusieurs pays, de nombreuses entreprises — surtout des PME non cotées — ne peuvent s'en procurer sur les marchés financiers organisés. Pour elles, la contrainte de financement reste forte. Elles recourent principalement à l'autofinancement pour croître. On peut attendre des réformes qu'elles améliorent la situation des entreprises non cotées.

### Les réformes

En Asie, des initiatives ont été prises, à l'échelon national et international, pour développer et transformer les systèmes financiers. Ainsi, la Thaïlande a lancé son deuxième plan directeur pour le secteur financier et un plan de développement des marchés de capitaux. La Malaisie a récemment adopté de nouvelles mesures de libéralisation et de développement de la finance islamique, dans le système bancaire comme sur les marchés de capitaux. Au plan international, l'ASEAN, la Chine, la Corée et le Japon (ASEAN+3) ont lancé en 2003 une initiative en faveur des marchés obligataires. L'objectif est d'accroître leur efficacité et leur liquidité pour canaliser l'épargne asiatique vers des investissements locaux. L'initiative a donné une impulsion significative aux transactions obligataires libellées en monnaie locale. On relie aussi les marchés boursiers pour accroître les flux de capitaux au sein de l'ASEAN.

Ces réformes rendront les marchés financiers asiatiques plus profonds et efficaces, ce qui réduira le coût du capital, stimulera l'investissement et contribuera au rééquilibrage en Asie. ■

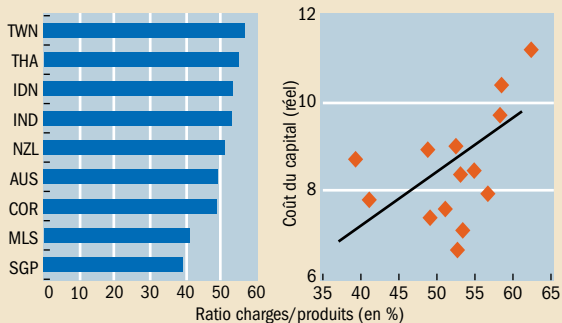
*Sanjay Kalra est Chef de division adjoint au Département Asie et Pacifique du FMI.*

#### Bibliographie :

- Ameer, Rashid, 2007, "Time-Varying Cost of Equity Capital in Southeast Asian Countries," *Asian Economic Journal*, Vol. 21, No. 2, p. 207-38.
- Kalra, Sanjay, 2010, "Thailand: The Corporate Sector, Financial Reforms, and Rebalancing" (unpublished).
- , and Ceyda Oner, 2010, "Asian Local Currency Bond Markets: A New 'Spare Tire'?" (unpublished).
- Oura, Hiroko, 2008, "Financial Development and Growth in India: A Growing Tiger in a Cage?" *IMF Working Paper 08/79* (Washington: International Monetary Fund).

### Charges des banques

Certains systèmes bancaires asiatiques peuvent réduire leurs coûts de fonctionnement et sont ainsi en mesure de fournir du capital à moindre coût.



Sources : Bankscope; Worldscope; estimations des services du FMI.  
 Note : TWN = province chinoise de Taiwan, THA = Thaïlande, IDN = Indonésie, IND = Inde, NZL = Nouvelle-Zélande, AUS = Australie, COR = Corée, MLS = Malaisie et SGP = Singapour.