

Intégration financière de l'Est asiatique¹

Certains analystes ont récemment déploré le manque d'intégration financière des économies de l'Est asiatique. Malgré l'accroissement des transactions entre ces économies et le reste du monde, il est généralement estimé que les capitaux ne circulent pas tant au sein de l'Est asiatique qu'entre la région et Londres ou New York². Au vu des brusques retraits de fonds d'il y a cinq ans, cette configuration peut paraître source de vulnérabilité financière. Les initiatives des autorités pour renforcer la coopération financière, telles que le réseau de crédits croisés convenu entre les pays de l'ASEAN plus trois³, sont d'ailleurs parfois présentées comme destinées à atténuer cette vulnérabilité.

L'étude vise à évaluer l'intégration des marchés internationaux des obligations et des prêts consortiaux dans l'Est asiatique. Elle montre que celle-ci est plus grande qu'on ne le croit souvent. Si les établissements financiers tiers participent largement au montage des émissions et des crédits, les fonds et banques de la région sont très présents parmi les investisseurs (pour les obligations) et les membres des consortiums (pour les prêts).

Demande d'obligations internationales émises par des résidents de l'Est asiatique

L'information la plus facile à obtenir dans ce domaine concerne les membres du consortium de placement : ce sont les grandes banques et maisons de titres internationales dont le siège se trouve hors de l'Est asiatique qui ont organisé l'essentiel des émissions d'obligations internationales pour le compte des États, banques et entreprises de la région⁴. Il est aisé de déterminer l'identité

¹ Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI. Les auteurs remercient Denis Pêtre pour sa contribution concernant les statistiques sur les obligations.

² Park et Bae (2002), par exemple, déclarent que, dans le processus d'ouverture financière, les pays de l'Est asiatique ont noué des relations financières plus étroites avec les pays avancés qu'entre eux-mêmes.

³ Pays fondateurs de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande), adhérents ultérieurs (Brunei, Cambodge, Laos, Myanmar et Vietnam) et trois autres pays asiatiques (Chine, Corée et Japon). Pour un bilan sur la conclusion des accords de crédits croisés, voir Wang (2002).

⁴ Park et Bae (2002) analysent la nationalité des établissements financiers ayant placé les obligations d'émetteurs de l'Est asiatique entre 1998 et 2001 ; ils constatent que ce sont, pour

des souscripteurs, c'est-à-dire des établissements financiers qui garantissent un prix à l'émetteur et se chargent du placement initial. S'agissant des obligations internationales émises par les signatures de la région entre avril 1999 et août 2002, la part des chefs de file ayant leur siège en Amérique du Nord, Europe et Asie s'établit respectivement à 54 %, 29 % et 17 %^{5,6}. Cela n'est guère surprenant, étant donné la prépondérance des seuls souscripteurs américains sur le marché mondial des obligations en dollars : ils représentaient déjà 54 % des émissions des résidents non américains dans ce compartiment en 1996, trois ans avant le passage à l'euro (McCauley et White (1997, page 340)).

Prépondérance
des banques
américaines
et européennes
dans le montage
des émissions
asiatiques ...

Les conclusions qu'on peut en tirer concernant l'intégration financière de l'Est asiatique ne sont pas si évidentes. Il convient de rappeler que les souscripteurs partagent entre eux une commission qui correspond généralement à la moitié de 1 % maximum des émissions. Il serait donc utile d'identifier la nationalité des détenteurs de titres. Or, toute analyse du marché se heurte au manque d'informations sur la source des fonds. Il existe certes des données sur le placement initial, dont la collecte, laborieuse, reste possible. Il serait peut-être plus intéressant de connaître la répartition des détenteurs à un moment précis, mais il faudrait pour cela retracer les mises en dépôt successives sur un très grand nombre de registres, ce qui est irréalisable.

L'étude s'est donc fondée sur les analyses des revues spécialisées *FinanceAsia*, *Asiamoney* et *International Financing Review* pour mesurer la part des investisseurs asiatiques sur le marché primaire des obligations émises dans la région depuis avril 1999. L'échantillon inclut : Chine, Corée, Hong-Kong RASS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Taiwan (Chine)⁷. L'inconvénient de cette méthode est qu'elle repose uniquement sur les rapports de deuxième main, compilés par les chefs de file, qui sont approximatifs dans le meilleur des cas. En outre, ils ne couvrent pas la totalité des émissions. Pour celles qui sont recensées, l'exercice a effectué une répartition géographique entre : États-Unis, Europe et Asie (Est asiatique plus

74 %, des établissements américains et européens et, pour 6 %, des intermédiaires nippons. Ils concluent que les banques d'affaires occidentales (notamment américaines et européennes) ont établi une position de monopole sur le marché primaire des titres et prêts.

⁵ HSBC et Standard Chartered sont considérées ici comme appartenant à Hong-Kong. Entre 1999 et 2002, ces deux groupes ont placé 10 % des émissions de titres.

⁶ Avant la crise asiatique, Peregrine, maison de titres ayant son siège à Hong-Kong RASS, avait ravi à Jardine Fleming Securities la place de première banque d'affaires indépendante d'Asie, rivalisant avec les principaux souscripteurs internationaux pour le placement des crédits asiatiques. La crise l'a surprise avec un crédit-relais en faveur d'une entreprise de taxis indonésienne (Steady Safe) et elle est tombée en faillite en 1998 (Clifford et Engardio (2000, pp. 77 et 211)). Les créanciers de la plus grande unité du groupe Peregrine ont reçu, fin 2002, 35 cents par dollar de la part des liquidateurs. Un parallèle peut être établi avec Drexel Burnham Lambert, qui avait souscrit une importante quantité de titres à haut rendement sur le marché américain des obligations d'entreprises à la fin des années 80, pour s'effondrer ensuite sous le poids de ce portefeuille et de ses crédits-relais lors de la crise de ce segment en 1989.

⁷ Ci-après Taiwan.

Japon). Il convient de noter que les sources donnent des indications sur le marché primaire uniquement. Après discussion avec les intervenants, il semble que le négoce sur le marché secondaire rapatrie davantage d'obligations vers les portefeuilles régionaux.

L'échantillon est assez large par comparaison avec une référence usuelle dans ce contexte : le montant total des obligations incluses s'élève à \$41,2 milliards (tableau 1), contre \$60,2 milliards pour l'indice JPMorgan Asia Credit Index (JACI). L'échantillon étant composé uniquement de titres émis après 1999, il n'est pas surprenant qu'il ne corresponde pas exactement au portefeuille JACI, qui englobe, par exemple, la dernière obligation du Royaume de Thaïlande (1996).

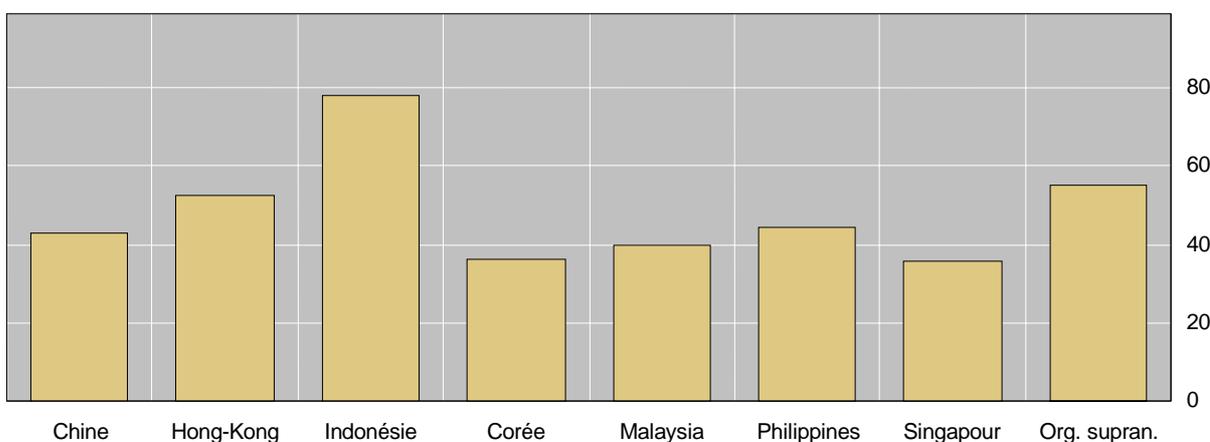
Il ressort de l'analyse des 71 obligations que la part moyenne des investisseurs d'Asie sur le marché primaire est de 46 % (un peu moins en termes pondérés : 44 %). Elle va de 36 % (débiteurs de Singapour et de Corée) à 78 % (signatures d'Indonésie) (graphique 1). Le scénario suivant n'est pas rare : un émetteur asiatique choisit comme chef de file la filiale d'un établissement nord-américain ou européen. Celle-ci constitue un consortium de souscripteurs qui vend localement environ la moitié des obligations. Ce schéma de base comporte des ramifications, les fonds étant traités dans un système de compensation à New York (émissions en dollars) ou en Europe (émissions en euros). À terme, cependant, la majorité des créances asiatiques finissent dans des portefeuilles asiatiques.

... dont près de la moitié sont achetées par des investisseurs asiatiques

Composition de l'indice JACI et de l'échantillon d'obligations : pondération par pays et type d'émetteur		
En %		
	JACI	Échantillon
Pays		
Chine	9,9	8,5
Corée	20,5	12,5
Hong-Kong RASS	19,4	18,0
Inde	1,9	0,0
Indonésie	0,7	1,6
Malaysia	17,7	21,1
Philippines	15,4	13,4
Singapour	12,3	15,3
Thaïlande	2,2	0,0
Organisation supranationale ¹	0,0	9,7
Type d'émetteur		
Banque	11,6	18,2
Entreprise non bancaire	28,9	31,0
Organisation supranationale	0,0	9,7
Souverain et assimilé	59,5	41,1
<i>Pour mémoire : volume² (en milliards de dollars EU)</i>	60,2	41,2
¹ Banque asiatique de développement. ² Total des émissions.		
Source : JPMorgan Asian Credit Research (Li (2002)), données du 5 septembre 2002. Tableau 1		

Obligations internationales émises dans l'Est asiatique, avril 1999-août 2002 : participation des acquéreurs de la région

En abscisse : émetteur (résidence) ; en ordonnée : part des investisseurs d'Asie, en % des montants émis



Sources : *Asiamoney* ; *FinanceAsia* ; *International Financing Review* ; Dealogic ; estimations des auteurs.

Graphique 1

Quelles caractéristiques des obligations déterminent le placement initial par région ? La part régionale a fait l'objet d'une régression sur plusieurs variables : note, taille de l'émission et échéance ; des variables muettes sont utilisées pour la monnaie et la qualité d'émetteur souverain. Si les résultats laissent à penser qu'une qualité inférieure attire une demande asiatique plus importante, il apparaît que la taille et l'échéance ont une incidence plus sensible. Ainsi, les gros emprunts sont davantage placés hors de la région. Cela est aussi vrai pour les échéances longues, ce qui correspond à une demande américaine plus forte pour les échéances à 10 ans et plus, en raison du poids des fonds de pension et des sociétés d'assurances (qui ont des engagements de longue durée) ; l'effet échéance confirme en outre le rôle, parmi les acquéreurs locaux d'obligations asiatiques en dollars, des banques commerciales et centrales : celles-ci manifestent une préférence pour le moyen terme. La part des émissions placées hors de la région, en Europe, dépasse de près de 20 %, pour l'euro, celle du dollar EU, signe de l'attrait limité des titres en euros, relativement peu liquides, pour les banques centrales et du faible taux de pénétration de la monnaie européenne dans les dépôts bancaires en devises de la région. Le statut d'emprunteur souverain n'influe guère sur le lieu de placement, ce qui va de pair avec le peu d'influence de la notation. Le pouvoir explicatif du modèle est satisfaisant pour une analyse en coupe instantanée.

Les caractéristiques des obligations asiatiques déterminent leur placement initial par région : note, taille et échéance

Une thèse défendue par de nombreux acteurs du marché, quoique impossible à vérifier, est que, une fois en circulation, les obligations des émetteurs de l'Est asiatique tendent à migrer vers les portefeuilles de la région, dont la part se renforce ainsi. Deux éléments étayaient cette opinion. Premièrement, les avoirs en dollars EU des banques commerciales et centrales de la région ont connu une rapide expansion depuis la crise

asiatique⁸. Deuxièmement, dans certains pays (dont la Corée), les marchés des contrats d'échange à long terme se sont développés, permettant de convertir les obligations en dollars EU en titres synthétiques en monnaie locale, qui conviennent parfaitement aux sociétés d'assurance vie et autres investisseurs institutionnels⁹. Ces émissions étrangères ainsi transformées offrent parfois une durée qui n'existe pas dans la région et, à échéance égale, des rendements supérieurs.

Montage de prêts consortiaux en faveur des résidents de l'Est asiatique

L'idéal, pour mesurer l'intégration des marchés bancaires des économies de l'Est asiatique, serait de disposer de données bancaires bilatérales consolidées, afin de déterminer l'origine des fonds. Peut-on affirmer, comme cela a été fait, que, malgré un volume d'échanges commerciaux intrarégionaux important et croissant, les créances bancaires ne suivent pas le mouvement, pas même pour le financement du commerce international ? Malheureusement, la BRI ne dispose pas actuellement des données permettant de répondre à cette question pour l'ensemble de l'Est asiatique¹⁰. Il convient donc d'étudier les participations aux facilités consortiales internationales. Dans ce cadre, les banques s'engagent contractuellement à prêter, mais les emprunteurs n'utilisent pas toujours les fonds immédiatement ni intégralement. Normalement, le volume des crédits consortiaux équivaut pratiquement aux flux correspondant grosso modo aux variations des encours de prêts bancaires (Gadanecz et von Kleist (2002)). Ainsi, comme pour les obligations, l'analyse s'en tient au placement initial sur le marché primaire. Toutefois, avec l'avènement d'un marché secondaire opérant selon les normes établies par des organismes tels que l'APLMA (Asia Pacific Loan Market Association), il est possible que ce négoce transfère davantage de créances aux bilans bancaires ou aux portefeuilles de la région.

⁸ La baisse du ratio prêts/dépôts dans la majorité des systèmes bancaires est souvent citée en exemple (voir notamment Fernandez et Li (2002)), mais l'abondance de liquidités en monnaie locale ne peut généralement servir qu'à financer un avoir en devises par le biais d'un contrat d'échange. Ainsi, l'accumulation de liquidités en devises peut constituer un meilleur argument. Fung et McCauley (2001) et Ma et McCauley (2002) analysent l'accroissement des dépôts en devises à Taiwan et en Chine.

⁹ La BRI (2002, pp. 79-81) recense le volume journalier de contrats d'échange en avril 2001 : dollar de Hong-Kong, \$285 millions ; won coréen, \$46 millions ; nouveau dollar de Taiwan, \$21 millions ; dollar de Singapour, \$18 millions ; rupiah indonésienne, \$13 millions ; baht thaïlandais, \$11 millions.

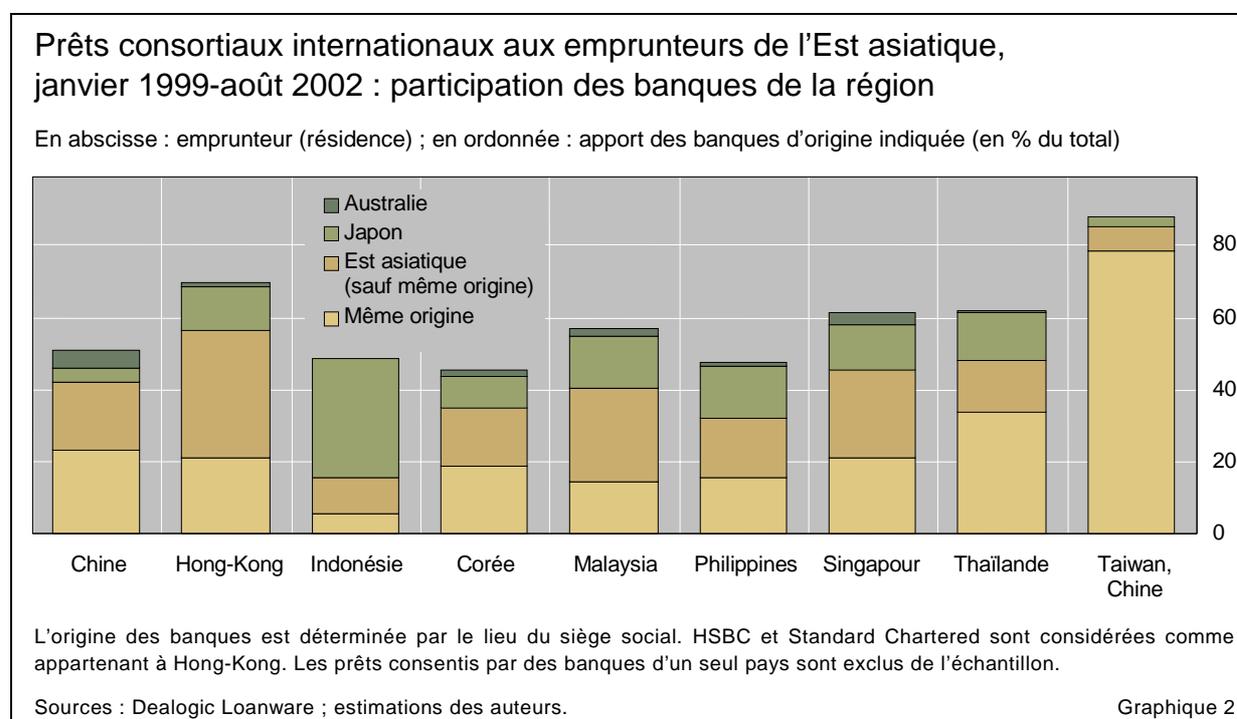
¹⁰ Au moment de l'élaboration du présent Rapport, les statistiques communiquées à la BRI par les banques centrales de la région montrent que, fin juin 2002, les créances internationales consolidées des banques de Hong-Kong, Singapour et Taiwan étaient, pour environ un cinquième, contractées sur des résidents des pays émergents d'Asie-Pacifique, de Hong-Kong RASS et de Singapour, et, pour 74 %, sur les pays industrialisés. Pour les banques du Japon, les chiffres étaient respectivement de 9 % et 77 %. Les créances transfrontières des banques de la zone euro sur la zone euro étaient plus élevées que les chiffres indiqués ci-avant, à 45 %.

Comme pour les obligations, il convient de faire la distinction entre l'établissement financier chargé du montage et le groupe des participants initiaux. Le chef de file reçoit une commission sur le montant total en rémunération de ses services : négociation des conditions et placement auprès de l'ensemble des participants (y compris lui-même).

Selon le palmarès des chefs de file Dealogic Loanware, entre 1999 et 2002, 63 % des lignes consortiales au profit de résidents de l'Est asiatique¹¹ ont été montées par des banques est-asiatiques et nippones. Les établissements américains et européens en ont organisé respectivement 12 % et 23 %. Ainsi, contrairement à la situation de l'obligataire, le marché international des prêts consortiaux est dominé par des chefs de file asiatiques.

Les banques d'Asie montent et financent une grande partie des prêts à la région ...

Quant aux membres initiaux, les participants de la zone Est asiatique-Pacifique ont apporté environ 40-80 % des financements (graphique 2)^{12, 13}.



¹¹ Chine, Corée, Hong-Kong RASS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande.

¹² Les financements consortiaux consentis par les banques locales aux emprunteurs locaux (estimations) se situent, durant la même période, à des chiffres comparables pour les États-Unis (55 %) et la zone euro (environ 64 %).

¹³ Le montant exact accordé par chaque prêteur n'est connu que pour un petit nombre d'opérations. Pour les autres, la meilleure estimation consiste à diviser le montant total des facilités par le nombre de banques participantes. Une comparaison avec le palmarès des chefs de file Loanware, qui s'appuie en partie sur la contribution effective connue, montre que, globalement, cette estimation de la nationalité des financements est proche de la réalité. En valeur absolue, la différence est de 1-9 points de pourcentage pour tous les pays emprunteurs d'Asie, à l'exception de la Chine, où la répartition en tranches égales sous-estime à hauteur de 20 points de pourcentage la part des banques de l'Est asiatique. Cela reflète peut-être les grosses sommes obtenues par la Bank of China. Contrairement à ce qui se produit pour l'obligataire, la répartition régionale des participants aux prêts consortiaux diffère peu de celle des chefs de file.

Les banques de même nationalité que l'emprunteur ont fourni généralement quelque 20 % du montant nominal de la facilité, sauf pour l'Indonésie (seulement 5 %, en raison de la forte participation du Japon)¹⁴ et Taiwan (79 %). Il semble que, du fait de la fragmentation du système bancaire de Taiwan (seule une banque détient plus de 10 % du marché), les petits établissements sont plus nombreux à participer à un consortium (McCauley et Hobson (2002)). Les banques est-asiatiques dont l'origine est différente de celle de l'emprunteur ont habituellement fourni 20 % des financements. Ce pourcentage est beaucoup plus élevé en faveur des résidents de Hong-Kong (35 %), signe que la présence accrue des établissements étrangers leur est bénéfique. Les banques nippones ont consenti en moyenne 13 % des financements.

Quelles sont les caractéristiques des prêts qui déterminent la part des intervenants régionaux ? L'analyse a procédé par régression des variables taille de l'emprunt ; échéance ; monnaie ; destination des fonds ; note¹⁵ ; secteur d'activité et lieu de résidence de l'emprunteur¹⁶ ; origine du chef de file. Afin de déterminer l'incidence du libellé, des variables muettes représentent les quatre monnaies locales les plus utilisées : dollar de Hong-Kong, nouveau dollar de Taiwan, dollar de Singapour et won coréen (tableau 2). L'origine des grandes banques dans leurs fonctions de chef de file ou d'agent joue un rôle important dans la composition des consortiums et l'identité des prêteurs : l'hypothèse de base est que les chefs de file asiatiques font appel à des participants asiatiques.

L'échantillon est composé de 1 195 facilités consortiales accordées entre janvier 1999 et août 2002 à des emprunteurs asiatiques, auxquelles participent les banques d'au moins deux nationalités différentes. Le tableau 2 présente l'échantillon par pays de l'emprunteur, type d'emprunteur et monnaie. La part des prêts en dollars EU consentis à des résidents de Chine, Corée, Malaysia et des Philippines dépasse 70 %. Pour Hong-Kong RASS, Singapour, Taiwan et la Thaïlande, 40-80 % des lignes consortiales internationales sont libellées en monnaie locale¹⁷.

Il ressort que la part des banques asiatiques est nettement plus faible pour les gros prêts, signe qu'une présence accrue des établissements tiers est nécessaire pour répartir un risque supérieur, comme c'est le cas pour les obligations. L'analyse de l'incidence de l'échéance sur la composition du

... avec des variations selon la monnaie ...

... la taille, le secteur, la destination des fonds et la note

¹⁴ Plusieurs gros prêts consortiaux signés en Indonésie ont été organisés par des filiales d'institutions japonaises ou garantis par des agences de crédit à l'exportation nippones, ce qui pourrait expliquer cette forte participation japonaise.

¹⁵ Étant donné que la notation est moins nécessaire pour un emprunt auprès d'un consortium bancaire que pour une émission de titres, la variable note est réduite ici à signature de qualité.

¹⁶ C'est la méthode habituelle des travaux empiriques sur les prêts consortiaux (Kleimeier et Megginson (2000), par exemple).

¹⁷ McCauley *et al.* (2002) analysent les prêts internes en monnaie locale des banques déclarantes.

Prêts consortiaux : caractéristiques de l'échantillon		
En % du montant des facilités en dollars EU		
	Pondération	Part, en monnaie locale (en % du total pays)
Résidence de l'emprunteur		
Chine	4,0	1,4
Corée	15,4	21,1
Hong-Kong RASS	39,4	78,9
Indonésie	1,2	0,2
Malaysia	8,0	20,3
Philippines	6,1	5,9
Singapour	8,7	39,5
Taiwan, Chine	14,0	81,9
Thaïlande	3,1	50,0
Part, en % de l'échantillon		
Type d'emprunteur		
Banque	11,4	
Institution financière non bancaire	21,3	
Entreprise non financière	63,6	
Organisation supranationale	0,0	
Souverain et assimilé	3,6	
Monnaie		
Dollar EU	43,0	
Dollar de Hong-Kong	31,9	
Nouveau dollar de Taiwan	11,4	
Dollar de Singapour	3,5	
Won coréen	3,3	
Yen	1,7	
Dollar australien	1,2	
Euro	0,2	
Livre sterling	0,1	
Autres monnaies est-asiatiques	3,6	
<i>Pour mémoire : montant total (en milliards de dollars EU)</i>	147,5	
Source : Dealogic Loanware.		Tableau 2

consortium donne des résultats mitigés. S'agissant du secteur d'activité de l'emprunteur et de la destination des fonds, les banques asiatiques semblent privilégier bâtiment, travaux publics et immobilier, haute technologie, services financiers non bancaires et services grand public ; elles sont moins attirées par grands projets, aéronautique et maritime. Cette différence paraît globalement correspondre à la distinction entre secteurs non marchand et marchand, les banques extérieures jouant un rôle plus important dans le second. Lorsque l'emprunteur est bien noté, la part des banques d'Asie tend à diminuer, les meilleures signatures intéressant davantage les prêteurs tiers. Les facilités en dollars de Hong-Kong, nouveaux dollars de Taiwan et wons coréens, de même que les opérations dans la monnaie de l'emprunteur, ont un attrait local nettement plus marqué ; il semble donc qu'un abandon du dollar EU favorise

l'intégration financière régionale. Quand le lieu de résidence de l'emprunteur correspond au siège d'un des principaux membres du consortium, la participation asiatique est plus élevée, ce qui donne à penser que les établissements locaux à la tête des consortiums produisent un effet d'entraînement, peut-être parce qu'ils ont une meilleure connaissance du marché.

Conclusion

L'analyse des émissions obligataires et prêts consortiaux au profit des résidents de l'Est asiatique depuis 1999 montre que les investisseurs et banques de la région ont fourni en moyenne la moitié des fonds. Il apparaît donc que les pays concernés sont plus intégrés financièrement que les commentaires récents ne le laissent penser. La région est peut-être ainsi moins vulnérable qu'on ne l'imagine à des interruptions soudaines et générales des flux de capitaux entre la région, d'une part, et l'Europe et les États-Unis, d'autre part. Le fait, établi ici, que les obligations et prêts de meilleure qualité sont, à l'origine, placés en priorité auprès d'investisseurs tiers pourrait aussi atténuer le danger de brusques retraits de fonds, encore que le souvenir de la rapide série de déclassements de 1997-98 atténue le poids de cet argument. Il est en outre nécessaire de connaître davantage l'incidence du négoce sur les marchés secondaires et des autres mécanismes de transfert du risque pour mieux évaluer dans quelle mesure le risque est-asiatique aboutit dans les portefeuilles des investisseurs et banques de la région.

Il apparaît que, pour les emprunteurs d'Asie, les banques locales sont plus présentes dans les prêts consortiaux que les investisseurs locaux dans le placement initial d'obligations. Cette observation souligne le développement plus important des marchés obligataires hors d'Asie et la prépondérance des banques dans le secteur financier local.

Ces conclusions montrent qu'il est possible d'interpréter autrement les récentes initiatives de coopération financière dans la région. Selon l'opinion qui prévalait jusqu'ici, elles peuvent répondre au désir d'atténuer la vulnérabilité financière face aux décisions prises en Europe et en Amérique du Nord. Mais on peut aussi avancer que les autorités veulent s'adapter au niveau d'intégration des marchés privés.

Obligations des émetteurs d'Asie : part des acquéreurs locaux

Quelques résultats empiriques

L'étude a procédé à une régression par la méthode des moindres carrés ordinaire sur un échantillon de 71 obligations. Le poids des investisseurs asiatiques dans le placement initial a fait l'objet d'une régression sur les variables suivantes : taille de l'émission, échéance, note, avec une variable muette pour les obligations libellées en euros et des variables muettes pour le type d'émetteur. Pour les obligations libellées en euros, le volume est converti en dollars EU au cours de change de l'époque. La note de crédit est exprimée sur une échelle ordonnée de 1 à 19 (S&P : AAA = 19, CCC- = 1 ; Moody's : Aaa = 19, Caa3 = 1 ; en cas de divergence entre les deux notations, S&P prévaut). Les émissions non notées ne sont pas retenues dans l'échantillon.

Les résultats empiriques donnent à penser que les acquéreurs d'Asie privilégient les émissions de volume inférieur et d'échéance plus courte ; le type d'émetteur (banque, entreprise non bancaire, souverain ou organisation supranationale) n'a guère d'incidence. Pour les émissions en euros, la part des acquéreurs européens est plus élevée et, par conséquent, celle des investisseurs d'Asie plus faible. Des résultats détaillés sont présentés ci-dessous.

Nombre d'observations : 71, dont 7 obligations libellées en euros

Part moyenne de l'Asie (non pondérée) : 46,3 %

Part moyenne de l'Asie (pondérée par la taille de l'emprunt) : 43,9 %

Le tableau ci-dessous montre les résultats en fonction des différentes variables.

Variable dépendante : *PA*

	Constante	<i>note</i>	<i>Ln taille</i>	<i>échéance</i>	<i>euro</i>	<i>souverain</i>	R ²
1)	76,6 (8,7)	-1,2 (-1,9)		-1,7 (-3,2)	-18,6 (-2,4)	-4,8 (-1,0)	0,22
2)	109,4 (5,0)		-7,9 (-2,1)	-1,4 (-2,6)	-19,2 (-2,5)	-1,8 (-0,3)	0,23
3)	105,1 (4,6)	-0,7 (-0,9)	-5,9 (-1,4)	-1,5 (-2,7)	-19,0 (-2,4)	-2,6 (-0,5)	0,24

où

PA : Part de l'Asie dans le placement initial d'obligations (en %)

note : Note de crédit (1-19)

taille : Montant de l'émission, en millions de dollars EU

échéance : Durée de l'obligation, en années

euro : Variable muette (= 1) émission libellée en euros

souverain : Variable muette (= 1) émetteur souverain

Entre parenthèses : t de Student.

Régressions effectuées uniquement avec la variable muette émetteur souverain ; pris individuellement, les autres types d'émetteurs (banque, entreprise non bancaire et organisation supranationale) n'ont aucune incidence significative sur *PA*.

Statistique de Fisher : ensemble, les coefficients *note* et *Ln taille* ne sont pas significatifs (statistique de Fisher = 2,68, probabilité = 0,076).

Prêts consortiaux aux emprunteurs d'Asie : part des banques locales

Quelques résultats empiriques

La méthodologie utilisée pour les obligations a été appliquée aux prêts consortiaux, sur une période similaire. Comme la BRI ne dispose pas d'une ventilation par banque, l'hypothèse de départ est que tous les participants apportent une contribution égale. Ainsi, la part de l'Asie (estimée) pour chaque prêt est calculée en divisant le nombre de banques par le total des participants. HSBC et Standard Chartered sont considérées comme appartenant à Hong-Kong ; elles ont fourni approximativement 8 % des crédits consortiaux octroyés en Asie depuis 1999. Les prêts dont les participants sont originaires d'un seul pays sont exclus de l'échantillon.

Sont pris en compte les établissements empruntant en Chine, Corée, Hong-Kong RASS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande. Comme pour les obligations, les acquéreurs nippons sont comptabilisés, mais pas les emprunteurs de l'archipel.

Les résultats de la régression (tableau suivant) donnent à penser que la part de l'Asie tend à diminuer lorsque le volume augmente (comme pour les obligations). S'agissant de l'échéance, les résultats sont mitigés. Quand la note de l'emprunteur est de qualité, la part de l'Asie baisse nettement dans deux définitions du modèle (sur cinq). Lorsque le chef de file est de la même origine que l'emprunteur ou que la facilité est libellée en dollars de Hong-Kong, en nouveaux dollars de Taiwan ou en wons coréens, la part de l'Asie s'accroît systématiquement.

Définition du modèle :

Variables dépendantes :

PEA : Part de l'Est asiatique dans l'octroi de prêts (estimation, en %)

PEAJ : Part de l'Est asiatique et du Japon dans l'octroi de prêts (estimation, en %)

Variables indépendantes :

taille : Taille de l'emprunt, en millions de dollars EU

échéance : Durée du prêt, en années

note : Variable muette (= 1) si l'emprunteur est une signature de qualité (d'après la note Standard & Poor's au moment de la signature)

Variables muettes secteur d'activité (= 1) : bâtiment, travaux publics et immobilier ; services financiers, banques ; services financiers, entreprises non bancaires ; haute technologie ; services aux collectivités ; services grand public ; services publics ; industries traditionnelles ; transports. La variable muette entreprises d'infrastructures ne figure pas dans le modèle (cas par défaut).

Variables muettes destination des fonds (= 1) : acquisitions et recapitalisations ; grands projets ; aéronautique et maritime ; lignes d'assistance/de soutien ; crédit immobilier et hypothécaire. Les autres destinations des fonds ne figurent pas dans le modèle (cas par défaut).

Variables muettes résidence des emprunteurs (= 1) : Chine (*CN*) ; Corée (*KR*) ; Hong-Kong RASS (*HK*) ; Indonésie (*ID*) ; Malaysia (*MY*) ; Philippines (*PH*) ; Taiwan (*TW*) ; Thaïlande (*TH*).

Variables muettes monnaie (= 1) : dollar de Hong-Kong (*HKD*) ; nouveau dollar de Taiwan (*TWD*) ; dollar de Singapour (*SGD*) ; won coréen (*KRW*) ; monnaie du pays de l'emprunteur (*même monnaie*).

Même origine : Variable muette (= 1) si le lieu de résidence de l'emprunteur correspond à celui du siège social d'au moins un des principaux membres du consortium.

Participation des banques d'Asie aux prêts à la région : déterminants						
	Part des prêts (estimation, en %)				Part des prêts (est., en %)	
	PEA	PEAJ			PEA	PEAJ
Constante	53,2 (8,8)	55,5 (9,9)	51,6 (10,0)	Constante	36,8 (9,4)	45,2 (12,0)
<i>Ln taille</i>	-5,2 (-6,7)	-3,8 (-5,5)	-2,3 (-3,4)	<i>Ln taille</i>	-2,0 (-2,9)	-1,0 (-1,5)
<i>Échéance</i>	0,8 (2,5)	0,9 (2,8)	0,3 (1,0)	<i>Échéance</i>	-1,1 (-4,7)	-0,7 (-2,9)
<i>Note</i>	-7,2 (-1,7)	-3,7 (-0,8)	-1,5 (-0,3)	<i>Note</i>	-8,6 (-2,0)	-3,9 (-0,8)
<i>Bâtiment, travaux publics</i>	16,9 (3,3)	21,3 (4,4)	18,4 (4,0)	<i>CN</i>	12,5 (2,9)	1,9 (0,5)
<i>Services financiers, banques</i>	-1,5 (-0,3)	-1,0 (-0,2)	-4,8 (-1,0)	<i>HK</i>	5,7 (2,0)	4,0 (1,5)
<i>Services financiers, non banques</i>	12,9 (2,5)	15,0 (3,0)	9,5 (2,1)	<i>ID</i>	-3,8 (-0,7)	20,6 (3,9)
<i>Haute technologie</i>	9,9 (2,0)	12,1 (2,6)	2,5 (0,6)	<i>KR</i>	-2,7 (-0,9)	-5,2 (-1,8)
<i>Services aux collectivités</i>	-0,6 (-0,1)	4,0 (0,8)	0,7 (0,1)	<i>MY</i>	8,3 (2,2)	8,2 (2,1)
<i>Services grand public</i>	12,2 (2,1)	13,0 (2,3)	7,4 (1,4)	<i>PH</i>	2,3 (0,7)	1,8 (0,6)
<i>Services publics</i>	-5,6 (-0,9)	6,1 (1,0)	5,0 (0,8)	<i>TH</i>	0,9 (0,2)	-0,5 (-0,1)
<i>Industries traditionnelles</i>	5,6 (1,1)	10,0 (2,0)	6,2 (1,3)	<i>TW</i>	30,4 (11,2)	23,5 (9,4)
<i>Transports</i>	8,7 (1,5)	13,1 (2,5)	10,4 (2,1)	<i>Même origine</i>	22,1 (14,0)	19,8 (13,3)
<i>Acquisitions et recapitalisations</i>	-5,0 (-1,1)	-8,0 (-2,2)	-7,5 (-2,5)	<i>Même monnaie</i>	20,7 (10,3)	17,1 (9,7)
<i>Grands projets</i>	-18,7 (-4,4)	-15,3 (-3,6)	-12,4 (-3,3)	R ²	0,52	0,44
<i>Aéronautique et maritime</i>	-33,3 (-7,6)	-39,3 (-9,2)	-33,2 (-8,2)			
<i>Crédits de soutien</i>	-3,0 (-0,5)	-5,8 (-1,0)	-8,0 (-1,7)			
<i>Hypothèques</i>	5,0 (1,1)	4,4 (1,0)	3,9 (0,9)			
<i>Même origine</i>	28,7 (16,2)	24,1 (14,8)	20,4 (13,7)			
<i>HKD</i>			4,0 (1,8)			
<i>TWD</i>			32,6 (21,0)			
<i>SGD</i>			-1,5 (-0,5)			
<i>KRW</i>			7,4 (1,9)			
R ²	0,35	0,34	0,47			

Nombre d'observations : 1 195. Volume total : \$147,5 milliards. Part moyenne de l'Asie et du Japon : 61,9 % (sans pondération), 62,6 % (avec pondération par la taille de l'emprunt). Entre parenthèses : t de Student après correction de l'hétéroscédasticité par la procédure de White. Abréviations en clair dans l'encadré précédent.

Références

Banque des Règlements Internationaux (2002) : *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity 2001*, mars.

Clifford, M. L. et P. Engardio (2000) : *Meltdown : Asia's boom, bust, and beyond*, Prentice Hall Press, Paramus, N. J.

Fernandez, D. G. et A. Li (2002) : « Asian dollar bonds : in a class by themselves », *Asian credit markets research : Asia markets outlook and strategy*, JPMorgan Chase, 19 septembre, pp. 3-6.

Fung, B. S. C. et R. N. McCauley (2001) : « Expansion des dépôts en devises à Taiwan : facteurs explicatifs », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 50-57.

Gadanecz, B. et K. von Kleist (2002) : « Les crédits consortiaux préfigurent-ils les données bancaires BRI ? », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 69-78.

Kleimeier, S. et W. Megginson (2000) : « Are project finance loans different from other syndicated credits ? », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, partie 1, pp. 75-87.

Li, A. (2002) : « Introducing the JACI model portfolio », *Asian Credit Research*, JPMorgan Chase, 2 mai.

Ma, G. et R. N. McCauley (2002) : « Banques chinoises : accroissement des liquidités en devises », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 69-75.

McCauley, R. N. et J. Hobson (2002) : « The future of banking in Asia », à paraître.

McCauley, R. N., J. S. Ruud et P. D. Wooldridge (2002) : « Mondialisation de l'activité bancaire », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 44-55.

McCauley, R. N. et W. R. White (1997) : « The euro and European financial markets », P. R. Masson *et al.* (sous la direction de), *EMU and the international monetary system*, FMI, Washington, pp. 324-388.

Park, Y. C. et K.-H. Bae (2002) : « Financial liberalization and economic integration in East Asia », communication présentée au forum financier du PECC (Pacific Economic Cooperation Council), « Issues and prospects for regional cooperation for financial stability and development », Honolulu, 11-13 août.

Wang, Y. (2002) : « Korea's perspective on regional financial cooperation », communication présentée au forum financier du PECC, « Issues and prospects for regional cooperation for financial stability and development », Honolulu, 11-13 août.

