

Marchés des obligations d'entreprise en Asie¹

Les marchés des obligations d'entreprise en Asie se différencient fortement par leur dimension et la nature des émetteurs (parfois les étrangers sont admis, parfois seules sont présentes des signatures quasi souveraines). Les marchés secondaires, quant à eux, souffrent souvent d'un problème de liquidité dû, à différents degrés, au manque de diversité des investisseurs, à l'inadaptation des microstructures de marché et à une information insuffisante sur les émetteurs.

JEL : G140, G180, M400, O160.

Depuis la crise financière de 1997, les autorités d'Asie privilégient le développement du marché obligataire en monnaie locale, souvent considéré comme un moyen de prévenir les crises, car il réduit les asymétries de monnaie et d'échéance pour l'ensemble des acteurs. Plusieurs économies de la région ont déjà réussi à se doter de marchés primaire et secondaire assez dynamiques pour les obligations d'État.

Ces dernières années, les autorités ont été nombreuses à s'intéresser aux marchés des obligations d'entreprise (ou d'émetteurs autres que l'État) en monnaie locale. Elles reconnaissent qu'un système financier doit disposer d'une multiplicité de canaux de financement qui favorise la concurrence entre investisseurs, dont les banques. La crise financière d'Asie a démontré que les marchés de la dette à court terme sont sujets à des dégagements massifs de la part des prêteurs ; justement, l'obligataire peut, pour les entreprises, constituer une importante source de financement à long terme².

Si les marchés primaires des obligations d'entreprise se sont bien développés en Asie, c'est parfois, semble-t-il, en faveur de signatures quasi souveraines ou présentant une certaine forme de garantie de l'État. Cette évolution s'explique peut-être par le fait que les investisseurs n'ont guère

¹ Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI. Nous remercions Claudio Borio, Muhammad Ibrahim, Kim Ng, Indra Sakti, Jeong-Ho Suh, Jim Turnbull et Frank Packer pour leurs précieux commentaires.

² Pour reprendre les termes de M. Greenspan (2000), un marché des capitaux performant aurait pu jouer le rôle de « roue de secours » et les effets de la crise en Asie auraient pu être atténués. Diamond (2004) explique, par démonstration formelle, pourquoi les marchés de la dette sont, par nature, sujets à des dégagements massifs des prêteurs.

accès aux informations qui leur permettraient d'évaluer correctement le risque de crédit d'autres émetteurs potentiels. Quant aux marchés secondaires, ils ont moins progressé, le négoce restant généralement faible. Nous émettons l'hypothèse que cette atonie provient d'un manque de diversité des investisseurs, de l'inadaptation des microstructures, de l'opacité du marché et d'une information insuffisante des prêteurs.

Nous commençons par décrire les marchés primaires des obligations d'entreprise en Asie-Pacifique en termes de dimension et de composition (émetteurs). Après avoir présenté les marchés secondaires, nous tentons d'expliquer le problème de liquidité de certains d'entre eux.

Marchés primaires : dimension et composition

Nous nous appuyons sur les statistiques BRI et les données de Dealogic Bondware pour analyser les caractéristiques des marchés des obligations d'entreprise libellées dans les monnaies des économies suivantes : Australie, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Japon, Malaysia, Nouvelle-Zélande, Philippines, Singapour et Thaïlande. Les obligations d'entreprise sont définies comme comprenant les titres de dette à long terme des émetteurs autres que l'État (y compris signatures quasi souveraines), du secteur financier ou non financier, des résidents et non-résidents.

Dimension du marché, seuil de liquidité et effet d'éviction

Fin 2004, les douze marchés en monnaie locale étudiés ici avaient un encours d'obligations d'entreprise de près de \$3 000 milliards. Le marché japonais représente à lui seul les deux tiers du total (tableau 1). Trois autres marchés peuvent être jugés relativement importants : Corée (\$355 milliards), Chine (\$196 milliards) et Australie (\$188 milliards). Ces quatre marchés sont de « grande dimension » dans le sens où ils dépassent le seuil de \$100 milliards que McCauley et Remolona (2000) estiment nécessaire, dans le cas des obligations d'État, pour assurer profondeur et liquidité³. Certes, pour les obligations d'entreprise, par définition plus hétérogènes et d'un montant inférieur, le seuil devrait être bien plus élevé.

Quatre marchés sont de grande dimension

Quel que soit le seuil de liquidité, les huit autres marchés semblent accuser un grand retard. En cinquième position vient Hong-Kong (\$62 milliards), suivi de la Malaysia (\$50 milliards), la Thaïlande (\$32 milliards), la Nouvelle-Zélande (\$30 milliards), l'Inde (\$24 milliards) et Singapour (\$22 milliards) – l'Indonésie et les Philippines étant encore de plus petite taille. Comme nous le montrons ci-après, ce handicap de dimension pourrait être surmonté par une ouverture aux émetteurs et investisseurs étrangers.

La dimension du marché dépendrait de la taille et du stade de développement de l'économie, mais aussi de la diversité des options qui s'offrent aux emprunteurs et aux investisseurs. Pour financer les entreprises, le

Éviction des investisseurs ou des emprunteurs

³ Ceci ne constitue bien sûr qu'un seuil approximatif, qui ne tient aucun compte de plusieurs autres facteurs susceptibles d'influer sur la liquidité.

Obligations d'entreprise et autres canaux de financement en monnaie locale

Chiffres de fin 2004

	Obligations d'entreprise ¹		Autres canaux, en % du PIB		
	Encours (en milliards d'USD)	En % du PIB	Crédit intérieur	Capitalisation boursière	Obligations d'État (encours)
Australie	187,5	27,1	185,4	111,5	13,8
Chine	195,9	10,6	154,4	33,4	18,0
Corée	355,6	49,3	104,2	74,7	23,7
Hong-Kong RAS	61,9	35,8	148,9	547,7	5,0
Inde	24,5	3,3	60,2	56,8	29,9
Indonésie	6,8	2,4	42,6	24,5	15,2
Japon	2 002,0	41,7	146,9	76,9	117,2
Malaysia	49,7	38,8	113,9	140,8	36,1
Nouvelle-Zélande	29,9	27,8	245,5	41,1	19,9
Philippines	0,2	0,2	49,8	37,5	21,8
Singapour	21,7	18,6	70,1	211,4	27,6
Thaïlande	31,9	18,3	84,9	67,1	18,5
<i>États-Unis</i>	<i>15 116,6</i>	<i>128,8</i>	<i>89,0</i>	<i>138,4</i>	<i>42,5</i>

¹ Obligations à moyen et long terme émises dans la monnaie du pays par les résidents ou les non-résidents, sur le marché intérieur et sur le marché international.

Sources : FMI ; World Federation of Exchanges ; Dealogic Bondware ; données nationales ; BRI.

Tableau 1

secteur bancaire et le marché des actions entrent en concurrence avec l'obligataire ; pour collecter des fonds, l'État, s'il doit financer d'importants déficits budgétaires, peut évincer les emprunteurs potentiels. Cela étant, il n'est guère surprenant que les marchés des obligations d'entreprise les plus profonds sont ceux des économies à plus haut revenu : Australie, Corée, Hong-Kong, Japon, Malaysia et Nouvelle-Zélande. Le marché y dépasse 25 % du PIB (tableau 1). Il n'est pas surprenant non plus que les marchés peu profonds (en termes de PIB) sont ceux des économies à plus faible revenu : Chine, Inde, Indonésie et Philippines.

Composition des émetteurs

La nature des emprunteurs renseigne sur le niveau de développement du marché. S'agissant des obligations d'entreprise, les émetteurs sont naturellement les grands groupes, pour lesquels les investisseurs peuvent juger fondé d'évaluer la solvabilité. C'est pourquoi le développement d'un marché peut se mesurer par l'éventail de notation des emprunteurs. En outre, la présence d'émetteurs non résidents peut indiquer leur confiance dans la compétitivité du marché par rapport à celui d'autres monnaies.

Certaines économies d'Asie semblent toujours présenter une forte concentration de signatures de qualité. En Malaysia, les émetteurs sont notés AAA pour environ 40 % et AA pour 40 % également. En Corée, quelque 80 % ont une note supérieure ou égale à A⁴. En l'absence de données complètes sur

⁴ Estimations à partir d'informations fournies par la banque centrale. À titre de comparaison, le marché américain a sa plus forte concentration d'entreprises dans la catégorie A, puis dans la catégorie BBB.

la qualité de crédit, nous examinons la répartition des émetteurs entre trois catégories : signatures quasi souveraines, établissements financiers et entreprises non financières. Les premières bénéficient de la garantie (explicite ou implicite) de l'État⁵. C'est pourquoi elles ont toutes les chances d'être les mieux notées ; elles dominent trois marchés : Chine, Inde et Nouvelle-Zélande (graphique 1). Les progrès sont notables en Corée : depuis la crise, les émissions adossées à des garanties ont presque disparu.

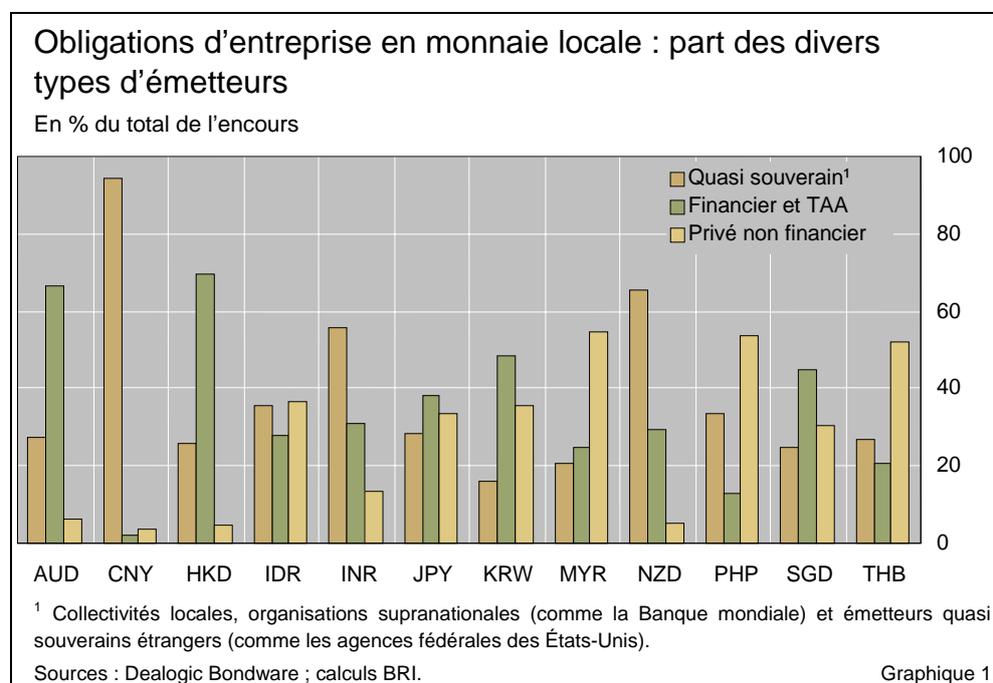
Les émetteurs quasi souverains dominent trois marchés

Si les établissements financiers bénéficient souvent de garanties implicites, cela ne semble pas être le cas dans les marchés où ils sont prépondérants : Australie, Corée, Hong-Kong et Singapour. En fait, leur part n'est pas différente de celle qu'on observe en Europe et, du moins pour l'Australie, leurs emprunts sont fréquemment adossés à des actifs.

Un autre signe de l'importance des signatures quasi souveraines en Asie est la composition de l'indice ALBI (Asian Local Bond Index) de HSBC. Cet indice, qui suit l'évolution des titres liquides en monnaie locale émis en Asie (Chine, Hong-Kong, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande), est composé d'un grand nombre d'émissions – dont celles de signatures autres que l'État, mais exclusivement quasi souveraines.

Les éléments présentés ci-avant, bien qu'incomplets et indirects, donnent la nette impression que les émissions, sur au moins quelques-uns des douze marchés examinés, sont dominées par des signatures de qualité. Sur les marchés où cette tendance persiste, les investisseurs institutionnels sont

L'information publiée est-elle adéquate ?



⁵ Nous incluons dans les « signatures quasi souveraines » les émetteurs supranationaux – comme la Banque asiatique de développement et la Banque internationale pour la reconstruction et le développement –, les collectivités locales et plusieurs établissements financiers paragonnementaux étrangers telles les agences fédérales américaines.

Obligations d'entreprise¹ en monnaie locale, par résidence de l'emprunteur

Chiffres de fin 2004

	Résidents		Non-résidents	
	en milliards d'USD	en % du total	en milliards d'USD	en % du total
Australie	134,0	71,5	53,5	28,5
Chine	195,9	100,0	0,0	0,0
Corée	355,2	99,9	0,4	0,1
Hong-Kong RAS	27,3	44,1	34,6	55,9
Inde	24,5	100,0	0,0	0,0
Indonésie	6,8	99,8	0,0	0,2
Japon	1 646,1	82,2	355,9	17,8
Malaysia	49,5	99,6	0,2	0,4
Nouvelle-Zélande	4,1	13,8	25,8	86,2
Philippines	0,2	86,8	0,0	13,2
Singapour	13,9	64,0	7,8	36,0
Thaïlande	31,8	99,8	0,1	0,2
<i>États-Unis</i>	<i>13 535,9</i>	<i>89,5</i>	<i>1 580,7</i>	<i>10,5</i>

¹ Voir la note 1 du tableau 1 pour la définition des obligations d'entreprise.

Sources : Dealogic Bondware ; BRI.

Tableau 2

vraisemblablement tenus, par des directives internes, de limiter leurs placements aux seuls titres bien notés. Mais ces directives peuvent aussi se justifier par le fait que les informations publiées ne permettent pas aux investisseurs d'évaluer un risque de défaut significatif. C'est l'argument de Bhattacharya *et al.* (2003), qui notent l'opacité des annonces de résultats dans les économies d'Asie. En outre, Fan et Wong (2002) avancent que, en Asie, de telles annonces tendent à être moins pertinentes en raison de la structure du capital (participations croisées et système pyramidal).

Nous l'avons dit, la présence d'émetteurs étrangers peut indiquer le niveau de développement d'un marché. Elle peut aussi résulter des efforts entrepris par les autorités d'une petite économie pour élargir le marché et assurer sa viabilité. Les emprunteurs non résidents sont très présents sur les marchés du dollar de Nouvelle-Zélande, de Hong-Kong et de Singapour, avec respectivement 86 %, 56 % et 36 % du total des émissions (tableau 2). Ils représentent aussi une part relativement élevée (28 %) du marché du dollar australien. Ces chiffres incluent les non-résidents qui émettent des obligations en monnaie locale sur un marché étranger, Londres par exemple. Toutefois, les données concernant les émissions sur les marchés locaux et internationaux ne sont pas entièrement comparables et peuvent surestimer la part attribuable aux non-résidents. Cela étant, elles indiquent que ces quatre marchés seraient les plus développés de la région.

La présence d'émetteurs étrangers, un indicateur du développement d'un marché

Marchés secondaires

Liquidité sur les marchés des obligations d'entreprise

Avant d'examiner les problèmes de liquidité en Asie, il convient de ne pas perdre de vue que même un grand marché comme celui des États-Unis n'est pas parfaitement liquide. La liquidité y est concentrée sur les obligations dites « de référence » ; la plupart des autres sont échangées uniquement dans les premières semaines suivant leur émission, dans le cadre du processus d'allocation. La liquidité est ensuite généralement faible, seuls quelques teneurs de marché, principalement les chefs de file de l'émission, se portant acquéreurs et vendeurs. L'écart de cours acheteur-vendeur se situe entre 3 et 5 pb, contre moins de 1 pb sur les valeurs du Trésor EU (transactions entre courtiers)⁶. Ces dernières années, l'introduction de contrats sur défaut indiciaires standardisés⁷ a fortement contribué à la liquidité des signatures sous-jacentes. Cependant, ces indices ne comportent que 125 signatures chacun, ce qui montre combien il est difficile de créer de la liquidité, même sur des marchés très développés.

Même les plus grands marchés ne sont pas parfaitement liquides

En Asie, les marchés secondaires des obligations d'entreprise en monnaie locale ont pris du retard par rapport à ceux de la dette publique (et des swaps) qui, ces dernières années, sont devenus assez liquides. Dans la plupart des cas, leur taux annuel de négoce (rapporté à celui des titres d'État) est inférieur à ce qu'on observe aux États-Unis (graphique 2).

En Asie, les marchés des obligations d'entreprise sont relativement peu liquides

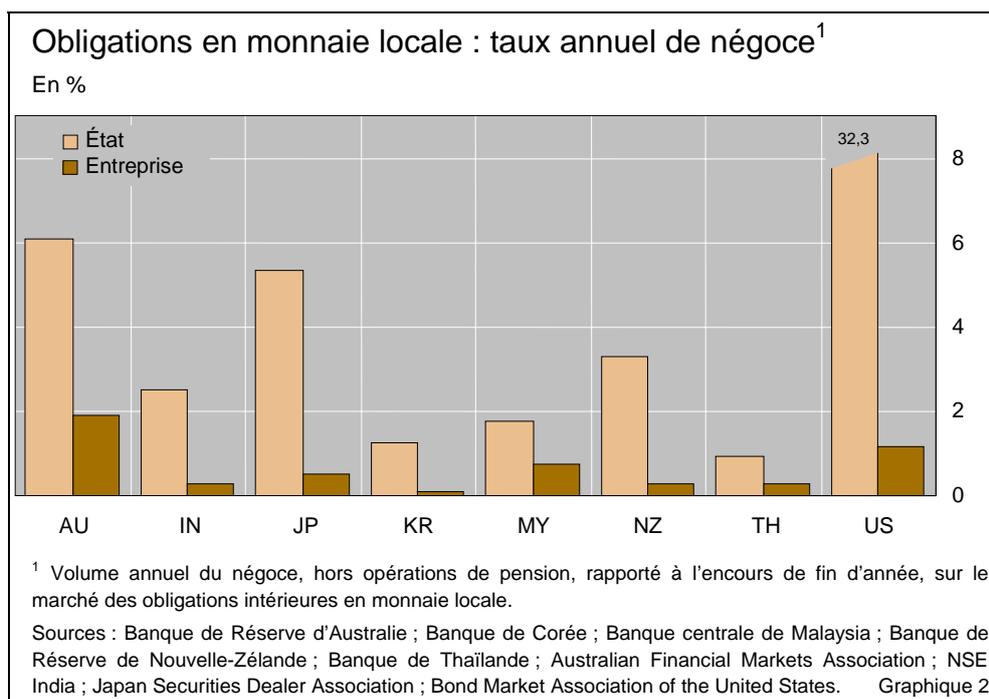
Il existe quatre explications à ce bas niveau de liquidité en Asie : manque de diversité des investisseurs, inadaptation des microstructures, opacité du marché et accès limité des prêteurs à une information récente sur les émetteurs. Nous nous proposons de les examiner tour à tour.

Diversité des investisseurs

La diversité des investisseurs favorise le négoce en permettant d'équilibrer le rapport vendeurs/acheteurs ; en multipliant les avis divergents sur la qualité de crédit d'un émetteur, elle stimule les échanges ; elle lisse les besoins globaux de liquidité. En Asie, une telle diversité semble assez limitée. Les investisseurs en obligations d'entreprise sont généralement des fonds de prévoyance, sociétés d'assurances et banques contrôlés par l'État. Après leur émission, les obligations sont normalement conservées jusqu'à l'échéance dans des portefeuilles de placement. Les intervenants les plus actifs, tels les fonds obligataires et les fonds spéculatifs, sont traditionnellement absents de ces marchés ou ne sont pas autorisés à s'exposer notablement au risque de crédit.

⁶ Fleming et Remolona (1999) calculent l'écart de cours acheteur-vendeur sur valeurs du Trésor EU et le situent entre un sixième et un tiers de point de base sur le rendement. Chakravarty et Sarkar (2004) estiment l'écart moyen sur les obligations d'entreprise à environ 21 cents pour \$100. Pour une obligation 5 ans, cela fait un écart de quelque 4 points de base sur le rendement.

⁷ Par exemple, l'indice DJ CDX Amérique du Nord. Voir Amato et Gyntelberg (2005).



Absence d'une importante catégorie d'investisseurs

Une importante catégorie d'investisseurs fait défaut dans certains marchés d'Asie : les investisseurs étrangers (dont les intermédiaires financiers à stratégie mondiale), qui sont généralement dissuadés par une multitude d'obstacles, notamment les retenues fiscales et l'absence d'instruments de couverture (swaps de devises, par exemple). Les autorités ont conscience de ces difficultés. Comme Ma et Remolona (2005) le montrent, les banques centrales ont pu en réduire certaines grâce à la création du Fonds obligataire Asie 2 (ABF2). Les Philippines, pour leur part, ont récemment aboli le droit de timbre sur le négoce des titres à revenu fixe sur le marché secondaire.

Type de marché

L'État a un rôle à jouer dans la mise en place des microstructures

Les titres de dette à revenu fixe ont tendance à s'échanger essentiellement sur le gré à gré⁸ ; le plus liquide est celui des titres d'État sur lequel les spécialistes en valeurs du Trésor ont l'exclusivité, comme le fait observer Sundaresan (2002). Le négoce entre courtiers permet un respect de l'anonymat des intervenants. La mise en place d'une telle microstructure nécessite souvent l'appui de l'État. Comme aux États-Unis, les autorités de certains pays d'Asie (Chine, Corée, Inde, Japon, Malaysia, Singapour et Thaïlande) donnent leur agrément aux spécialistes et teneurs de marché. S'agissant des obligations d'entreprise, handicapées par l'hétérogénéité et le volume relativement faible des émissions, l'aide des autorités est encore plus importante pour favoriser l'apport de liquidité et établir les microstructures.

En Asie, la liquidité a notamment été stimulée par la cotation des obligations d'entreprise sur plusieurs places boursières, voire par la création

⁸ Le gré à gré, « gouverné par les cours », repose sur des teneurs de marché disposant d'un volant de titres à négocier, tandis que les marchés organisés, « gouvernés par les ordres », nécessitent un flux continu d'ordres d'achat et de vente.

de marchés organisés de titres à revenu fixe. Le renforcement de la transparence a également été recherché. Toutefois, le négoce reste encore concentré sur le gré à gré : plus de 90 % à Séoul (contre 10 % sur le marché organisé) ; en Thaïlande, le taux de négoce est de 30 % sur le gré à gré et de seulement 1 % sur le marché organisé. En Chine, la réglementation institue un cloisonnement : les titres des établissements financiers sont négociés sur le gré à gré interbancaire local et ceux des entreprises non financières soit sur ce marché, soit sur l'un des deux marchés organisés.

Dans plusieurs pays, le marché secondaire est moins ouvert à la concurrence, ce qui donne lieu à d'importants écarts de cours acheteur-vendeur (de l'ordre de 5–10 pb, même pour les émissions les plus liquides (tableau 3), d'après les intervenants), avec un effet dissuasif sur le négoce. Il semble parfois n'y avoir qu'un ou deux courtiers pour une émission. En outre, s'il arrive que des cotations soient publiées à titre indicatif sur Bloomberg, la transparence *ex ante* se réduit, dans de nombreux cas, à envoyer par télécopie aux investisseurs potentiels des cotations pour un groupe limité de signatures guère comparables. Un véritable marché de courtiers et, *a fortiori*, d'intermédiaires entre courtiers n'existe que dans les pays les plus développés.

Transparence ex post

Un troisième facteur, lié aux autres, qui influe sur la liquidité est la publication d'informations sur le négoce. Une telle transparence *ex post* favorise la concurrence et permet aux investisseurs de vérifier la tarification qui leur a été appliquée. L'expérience des États-Unis en est l'illustration. Terme jusqu'à il y a environ deux ans, le négoce des obligations d'entreprise est reparti à la hausse. Depuis juillet 2002, les opérateurs sont tenus de déclarer les transactions de gré à gré à TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) – système d'information de la National Association of Securities Dealers (NASD) –, qui les diffuse immédiatement. Si certains intervenants estiment que cette publication réduit la liquidité disponible pour les transactions de gros volume, Edwards *et al.* (2005) constatent qu'elle a permis de faire baisser les écarts de cours acheteur-vendeur de 5 pb en moyenne.

Obligations d'entreprise en monnaie locale : marché secondaire			
	Type de marché	Écart de cours acheteur-vendeur ¹	Transparence <i>ex post</i>
Australie	gré à gré/marché organisé	2–10	...
Chine	gré à gré/marché organisé	5–10	...
Corée	gré à gré/marché organisé	2–5	Oui (KSDA)
Hong-Kong RAS	gré à gré	10–15	...
Malaysia	gré à gré	5–10	Oui (BIDS)
Nouvelle-Zélande	gré à gré	5–15	...
Singapour	gré à gré	10–15	...
Thaïlande	gré à gré	5–10	Oui (ThaiBMA)

¹ Sur le marché intérieur en monnaie locale (marché organisé ou gré à gré) ; en pb.
Sources : Citigroup (2005) ; Bloomberg ; discussions informelles avec des intervenants de marché.

Tableau 3

BIDS utilisé en
Malaysia est
aussi performant
que TRACE

Ces dernières années, certaines places d'Asie ont commencé à imposer des exigences de communication financière comparables à celles de TRACE, voire plus strictes. Cependant, cette transparence concerne surtout les courtiers. La Malaysia s'est dotée d'un système BIDS (Bond Information Dissemination System), sur lequel les opérateurs doivent déclarer les informations de prix et de volume dans un délai de dix minutes (un résumé étant diffusé au public dix minutes plus tard). Ces informations sont mises à la disposition des abonnés, généralement des vendeurs. BIDS semble fournir une transparence *ex post* supérieure, même par rapport à TRACE, du moins pour ceux qui y ont accès. La Thai Bond Market Association (ThaiBMA) exige une déclaration des transactions de gré à gré dans les trente minutes et diffuse les informations à ses membres quatre fois par jour⁹. La Korea Security Dealers Association (KSDA) en fait autant, avec un délai de quinze minutes et un affichage sur son site dans la journée. Une transparence *ex post* encore plus grande pourrait être nécessaire pour rendre les marchés plus liquides.

Accès à une information adéquate

Les divergences
d'opinion favorisent
le négoce

Ce quatrième facteur est peut-être aussi le plus sensible. Nombreux sont les marchés des obligations d'entreprise en Asie où l'accès à une information adéquate sur les émetteurs est limité. En grande partie, le négoce entre investisseurs est stimulé par des interprétations différentes des données fondamentales. Un tel négoce sur la base d'informations profite aux intervenants motivés par la seule recherche de liquidité, et il est généralement vigoureux en présence d'un important volume d'annonces sur la qualité de crédit des émetteurs, chaque annonce suscitant une nouvelle interprétation.

Aux États-Unis, les données de marché se présentent sous diverses formes. Les émetteurs eux-mêmes publient, chaque trimestre, des rapports financiers et des avertissements sur résultats ; les publications financières et les agences de presse rendent compte des transactions majeures et des nouvelles importantes concernant les entreprises ; enfin, les agences de notation font connaître l'évolution de leur opinion sur la qualité de crédit des émetteurs notés. Le négoce des obligations d'entreprise s'accélère généralement à chacune de ces occasions.

Annonces des
agences de
notation

Les réactions du marché aux annonces des agences de notation illustrent l'importance d'une information rapide. Un rehaussement ou déclassement de note nécessite une procédure méticuleuse, qui aboutit généralement plusieurs mois après la prise de connaissance de l'information par les marchés. Soucieuses de réagir sans délai, les agences déclarent une mise sous surveillance (« Watchlist » pour Moody's et « CreditWatch » pour Standard & Poor's) immédiatement après la communication d'informations significatives pouvant entraîner une modification ultérieure de la note. Micu *et al.* (2004) montrent que les réactions des cours sont particulièrement marquées à cette occasion.

⁹ Ces informations sont diffusées au public en fin de journée. La ThaiBMA publie, en outre, les cotations de ses membres toutes les deux semaines.

L'accès à de telles informations reste souvent limité en Asie. Un grand nombre d'émissions sont assorties d'une garantie de l'État sous une forme ou une autre, de sorte que la qualité de crédit de l'émetteur est moins pertinente. En outre, Ball *et al.* (2003) constatent que la communication financière sur les pertes tend à ne pas être immédiate dans certaines économies d'Asie, en raison notamment de la volonté de préserver les réseaux personnels, si importants dans les relations d'affaires. Il existe certes des agences de notation locales et, souvent, les émissions d'obligations doivent être assorties d'une note. Mais nombre de ces agences en sont encore à leurs débuts et ont besoin de temps pour se développer et asseoir leur réputation. Quelques agences étrangères interviennent parfois, mais elles ne notent pas systématiquement les émetteurs de tous les pays d'Asie.

Les agences de notation locales en sont encore à leurs débuts

Conclusion

Dans leur effort de développement des marchés des obligations d'entreprise en monnaie locale, les autorités d'Asie se trouvent confrontées à des choix fondamentaux. S'agissant des marchés primaires, faut-il continuer à stimuler les émissions, même si elles émanent essentiellement de signatures quasi souveraines ou bénéficient de garanties explicites ou implicites de l'État ? Vaudrait-il mieux renforcer les règles de communication financière, les normes comptables et la transparence, de sorte que les investisseurs puissent accéder aux informations nécessaires à l'évaluation du risque de crédit pour une catégorie plus large d'émetteurs potentiels ? Si la première option est utile au départ, les autorités d'Asie ont peut-être atteint le point où cette voie nuit à l'autre. Si les émissions de qualité en venaient à évincer les titres plus risqués, le développement d'une culture de l'évaluation du crédit et de la tarification du risque de crédit s'en trouverait retardé.

Pour ce qui est des marchés secondaires, le choix se situe entre le développement de microstructures de marché, la diversification des investisseurs et le renforcement des institutions favorisant l'accès à une information pertinente. Ces stratégies ne sont pas forcément incompatibles ; elles pourraient même, conjointement, avoir une efficacité accrue. En pratique, le développement des microstructures (établissement de marchés organisés, par exemple) est la solution la plus facile à mettre en œuvre, tandis que les deux autres, par nature plus complexes, ne produisent d'effets que sur la durée. Cela étant, dans une perspective de long terme, il conviendrait sans doute de privilégier la diversification des investisseurs et l'amélioration de l'accès à l'information sur le risque de crédit.

Bibliographie

Amato, J. et J. Gyntelberg (2005) : « Contrats dérivés indiciels sur défaut : tranches de pertes et tarification des corrélations de risque de crédit », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 71–85.

- Ball, R., A. Robin et J. S. Wu (2003) : « Incentives versus standards : properties of accounting income in four East Asian countries », *Journal of Accounting and Economics*, 36, pp. 235–270.
- Bhattacharya, U., H. Daouk et M. Welker (2003) : « The world price of earnings opacity », *Accounting Review*, pp. 641–678.
- Chakravarty, S. et A. Sarkar (2003) : « Trading costs in three US bond markets », *Journal of Fixed Income*, pp. 39–48.
- Citigroup (2005) : *Guide to Asian bond and currency markets 2005*.
- Diamond, D. W. (2004) : « Committing to commit : short-term debt when enforcement is costly », *Journal of Finance*, vol. 59, pp. 1447–1480.
- Edwards, A. K., L. S. Harris et M. S. Piwowar (2005) : *Corporate bond market transparency and transaction costs*, US Securities and Exchange Commission.
- Fan, J. P. H. et T. J. Wong (2002) : « Corporate ownership structure and informativeness of accounting earnings in East Asia », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, pp. 401–425.
- Fleming, M. et E. Remolona (1999) : « Price formation and liquidity in the US Treasury market : the response to public information », *Journal of Finance*, 54, pp. 1901–1915.
- Greenspan, A. (2000) : « Global challenges », allocution, Financial Crisis Conference, Council on Foreign Relations, New York, 12 juillet.
- Ma, G. et E. Remolona (2005) : « Le Fonds obligataire Asie ABF2 : enseignements pour l'ouverture des marchés », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 81–92.
- McCauley, R. et E. Remolona (2000) : « Dimension et liquidité des marchés d'obligations d'État », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 54–61.
- Micu, M., E. Remolona et P. Wooldridge (2004) : « Incidence des annonces relatives à la notation sur les primes des contrats dérivés sur défaut », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 53–63.
- Sundaresan, S. (2002) : *Fixed income markets and their derivatives*, deuxième édition, South-Western.

