



Crises de la dette souveraine et indicateurs d'alerte : le rôle du marché obligataire primaire

par Sebastián Nieto Parra

- ◆ La plupart des indicateurs d'alerte traditionnels ont pour principal défaut d'être endogènes à la crise et de n'être donc utiles qu'une fois celle-ci enclenchée.
- ◆ Les informations en provenance du marché obligataire primaire et, en particulier, les commissions versées aux banques d'investissement par les États en échange du placement de leurs obligations pourraient être utilisées comme un indicateur d'alerte sur le marché des obligations d'État.

Au cours des années 90 et 2000, plusieurs crises ont mis à mal la stabilité des marchés de capitaux internationaux, depuis la crise du Système monétaire européen de 1992-93 à la crise financière actuelle, en passant par celles qui ont frappé les marchés émergents.

Ces différents épisodes ont stimulé la recherche théorique et empirique sur la dynamique économique des crises, et notamment sur leurs déterminants, leur impact sur la production intérieure et leurs implications en termes de politiques publiques. Lors de la plupart des crises récentes, les difficultés rencontrées par le secteur financier public, combinées à de fortes fluctuations des devises, ont provoqué l'effondrement des économies concernées. La conduite de politiques fiscales et monétaires insoutenables a également été un facteur important lors de ces événements.

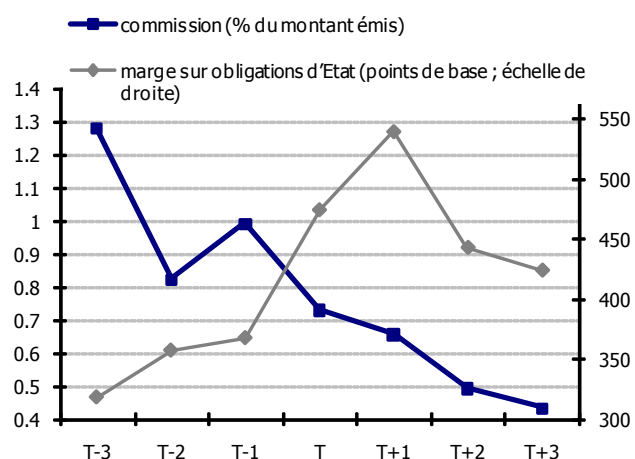
Une partie de la littérature consacrée aux déterminants des crises s'est concentrée sur les moyens de prévision, ce qui a donné naissance à un instrument d'observation et de contrôle dénommé système d'alerte précoce (SAP). Toutes les études concernant les SAP utilisent les déterminants fondamentaux des secteurs intérieurs et extérieurs comme variables explicatives, et la plupart de ces systèmes ont pour objectif de signaler le début d'une crise, qu'elle soit monétaire ou bancaire, déterminée de manière individuelle ou conjointe. Les chercheurs se sont beaucoup moins intéressés aux crises de la dette souveraine. La littérature empirique révèle que plusieurs variables sont cruciales pour anticiper ces épisodes. Premièrement, les variables de liquidité liées à l'endettement, du fait de l'asymétrie des échéances. Ceci corrobore la théorie des crises autoréalisatrices développée dans le cadre des modèles de crise de « seconde génération ». Deuxièmement, les variables fondamentales comme le niveau de la dette extérieure, les réserves de change, le service de la dette et le degré d'ouverture sur l'extérieur sont très importantes pour prédire une crise de la dette souveraine. Troisièmement,

les variables financières comme les contrats d'échange sur le risque de défaillance sont également utilisées comme indicateurs d'alerte. La plupart de ces indicateurs ont pour principal défaut d'être endogènes à la crise et de n'être donc utiles qu'une fois cette dernière enclenchée. On doit donc davantage les considérer comme des éléments de définition de la crise que comme des indices de son imminence.

L'analyse des interactions des différents acteurs du marché (investisseurs, décideurs politiques, banques d'investissement et analystes) avant le début d'une crise de la dette souveraine peut être riche d'enseignements. En effet, pour comprendre les marchés financiers internationaux, il est crucial d'analyser les acteurs les plus importants, leur comportement en termes d'investissement, ainsi que les régimes cognitifs lors des phases de croissance et de décroissance des marchés émergents. Ainsi, en lisant cette « boîte noire » des marchés de capitaux, il nous est possible de comprendre quel sentiment dominait avant la survenance de ces crises. Une étude récente publiée par le Centre de développement¹ de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) émet l'idée que le marché obligataire primaire constitue un bon laboratoire pour ce type de démarche. En effet, il peut être exploité pour analyser le comportement et le sentiment des principaux acteurs des marchés obligataires internationaux : émetteurs, banques d'investissement (ou établissements garants) et investisseurs. Plus précisément, la formation des prix sur le marché des obligations d'État permet d'évaluer la confiance mutuelle que s'accordent ces différents acteurs. Les banques d'investissement jouent un rôle crucial à cet égard, puisqu'elles servent d'intermédiaires entre les émetteurs (les États) et les investisseurs et qu'elles jouissent d'une relation étroite, régulière et souvent privilégiée avec les principaux représentants de l'État.

1. Nieto Parra, S. (2008) "Who Saw Sovereign Debt Crises Coming?", *Documents de travail* n°274, Centre de développement de l'OCDE, Paris.

Figure 1. **Commissions et marges sur les obligations d'État primaires avant et après les crises souveraines**



Note : T correspond au début de la crise (fréquence annuelle). Utilisation d'épisodes de crises qui ne se chevauchent pas.

Source : cf. note de bas de page n° 1.

L'analyse de la perception du risque souverain par les banques d'investissement à travers les commissions qu'elles perçoivent des États (c'est-à-dire la marge ou la commission de garantie)

en échange du placement de leurs obligations sur les marchés montre qu'avant le début d'une crise des obligations d'État, les banques exigent une forte rémunération pour ce service. Ceci contraste avec le prix élevé payé par les investisseurs (c'est-à-dire la faiblesse de la marge sur obligations d'État) qui achètent des obligations publiques avant la crise.

Ce résultat est avant tout valable pour deux types de situation : tout d'abord, lorsqu'un pays restructure sa dette suite à un défaut de paiement (Russie, 1998 ; Equateur, 1999 ; Argentine, 2001). Ensuite, lorsqu'un pays bénéficie de programmes importants du Fonds monétaire international (FMI) pour faire face à la vulnérabilité de ses finances publiques (Mexique, 1995 ; Brésil, 1998 ; Turquie, 2000 ; Brésil, 2001).

En conclusion, les résultats de ces travaux suggèrent que les informations en provenance du marché obligataire primaire et, en particulier, la commission payée par les États aux banques d'investissement pour placer leurs obligations peuvent être utilisées comme des indicateurs d'alerte sur les marchés de capitaux émergents. Ainsi, cette variable pourrait constituer un outil précieux permettant de contrôler les risques sur le marché des obligations d'État, tant pour les participants que pour les décideurs politiques.