



Les progrès des marchés obligataires émergents dans le paysage financier mondial

par Hans Blommestein (OCDE) et Javier Santiso (Centre de Développement de l'OCDE)

- ◆ Une gestion de la dette publique axée sur le risque et une amélioration de la liquidité des marchés obligataires locaux sont deux stratégies importantes et qui se renforcent naturellement pour les marchés financiers émergents.
- ◆ Elles permettent aux économies émergentes *i)* d'atteindre une plus grande stabilité financière et *ii)* d'optimiser leur participation au système financier mondial.
- ◆ Toutefois, cette double stratégie nécessite l'adoption d'une perspective macroéconomique plus large favorable à la cohérence des politiques.

Le paysage financier mondial s'est considérablement transformé. L'une de ses évolutions les plus remarquables a été l'internationalisation extrêmement rapide du système financier au cours des deux dernières décennies. Le rôle des marchés émergents, en particulier, a pris une importance croissante.

Leur présence sur les marchés internationaux a parfois conduit les pays émergents à une dépendance excessive vis-à-vis des financements exogènes, ce qui les a rendu plus vulnérables aux fluctuations des anticipations et des perceptions. De plus, leur stratégie de gestion de la dette souveraine a pâti de nombreuses faiblesses structurelles. Les pratiques exemplaires de l'OCDE concernant le financement des déficits budgétaires, la gestion de la dette publique et le développement des marchés locaux de titres d'État, n'ont pas été prises en compte. Par conséquent, les marchés émergents ont connu de graves crises financières. Au regard de ces difficultés, une récente étude de l'OCDE présente des stratégies nouvelles et plus sophistiquées pour développer les marchés obligataires locaux, en tenant compte du profil de risque, des complexités et des contraintes propres aux marchés émergents¹.

La thèse centrale de cette étude est qu'une gestion de la dette publique axée sur le risque et une amélioration de la liquidité des marchés obligataires locaux sont deux stratégies importantes pour les économies émergentes.

En outre, elle montre que ces stratégies se renforcent mutuellement, permettant à ces pays *i)* d'atteindre une plus grande stabilité financière et *ii)* d'optimiser leur participation au système financier mondial. Toutefois, cette étude souligne que cette double stratégie nécessite l'adoption d'une perspective macroéconomique favorable à la cohérence des politiques.

Implications politiques

À l'OCDE comme ailleurs, les discussions² ont insisté sur le fait que pour optimiser la participation des économies émergentes au système financier mondial, celles-ci ont besoin de marchés obligataires efficaces, notamment en monnaie locale. Et ce d'autant plus que le paysage financier actuel est marqué par l'incertitude et la complexité.

1. Cf. Hans J. Blommestein et Javier Santiso (2007), "New Strategies for Emerging Domestic Bond Markets in the Global Financial Landscape", Working Paper N°260, Centre de développement de l'OCDE, avril.
2. Le Forum mondial de l'OCDE sur la gestion de la dette publique et le *Global Bond Forum* conduit par l'OCDE, la Banque mondiale et le FMI organisent des débats annuels, sous l'égide du Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette.

Jusqu'à la fin des années 90, dans beaucoup de pays d'Amérique latine, d'Asie, d'Europe et d'Afrique, les marchés locaux de titres à revenu fixe étaient relativement peu développés. Cette situation a conduit ces pays à une dépendance excessive vis-à-vis des flux financiers étrangers et les a rendu plus vulnérables aux fluctuations des anticipations et des perceptions. Dans le même temps, la gestion de leur dette souveraine souffrait de nombreuses faiblesses structurelles, car ces pays n'avaient pas su et pu tenir compte des pratiques exemplaires internationales. En conséquence, et jusqu'à une date récente, les marchés émergents ont connu de graves et récurrentes crises financières.

Ces dernières années, des réformes structurelles ont enfin été mises en oeuvre, et les marchés émergents sont devenus plus stables. Ainsi, tandis qu'il y a dix ans leurs comptes courants enregistraient en moyenne 2 pour cent de déficit annuel, pour 2005, ils affichaient en revanche un excédent de 2 pour cent. De même, les déficits budgétaires ont été ramenés à un pour cent du PIB, contre plus de 3 pour cent en moyenne il y a dix ans. Le processus d'ancrage de l'inflation à un niveau plus bas est encore plus impressionnant : alors qu'elle avoisinait 15 pour cent il y a dix ans, elle se situe aujourd'hui en dessous de 4 pour cent. Cette réduction est particulièrement remarquable pour les pays d'Amérique latine qui ont connu l'hyperinflation. Enfin, la stabilité des prix des produits de base et la solidité des exportations commerciales, combinées au flottement des devises, ont permis aux pays émergents d'obtenir des excédents commerciaux et ont favorisé l'équilibre ou l'excédent budgétaire.

Parallèlement, les États ont réduit leur endettement. Pour cela, ils se sont avant tout efforcés de rembourser la quasi totalité de leur dette extérieure. Les encours de la dette ont donc enregistré une contraction impressionnante. En outre, les États ont délaissé les obligations libellées en dollars, afin de réduire leur exposition aux chocs de change et de se prémunir contre leur impact sur la dette. Ainsi, selon l'Indice obligataire des marchés émergents établi par JP Morgan (*Emerging Bond Markets Index*), les obligations en dollars ne représentent plus que 28 pour cent de l'encours de la dette des économies émergentes. Les pays émergents ont également émis davantage de

titres de dette en monnaie locale, ce qui a permis aux marchés de capitaux locaux de gagner en profondeur et en sophistication. Certains ont d'ailleurs émis de nouveaux titres, alors même qu'ils disposent de confortables excédents budgétaires et de finances saines. Leur but est en fait de fournir une référence pour les obligations de sociétés, d'étendre la durée des emprunts et d'apporter de la liquidité à leurs systèmes financiers.

Il faut également souligner que la gestion de la dette publique des marchés émergents est devenue beaucoup plus sophistiquée grâce à l'adoption des pratiques à l'œuvre dans les pays de l'OCDE. Celles-ci comprennent notamment : une allocation des titres par le marché ; une approche intégrée de la dette privilégiant la gestion du risque ; et enfin, une attention particulière apportée à la mise en place de marchés secondaires des titres d'emprunt publics ainsi qu'à leur liquidité³.

La gestion de la dette publique et les opérations sur le marché des titres d'État ont un impact direct sur l'ensemble des marchés de titres, car l'État joue un rôle essentiel dans le développement des marchés de titres à revenu fixe. En effet, des marchés de titres d'État performants soutiennent le marché privé des titres à revenu fixe (aussi bien le marché au comptant que le marché dérivé) en fournissant des prix de référence. De plus, les titres d'État peuvent être utilisés dans la gestion du risque de taux.

Pour toutes ces raisons, le développement d'un marché des emprunts d'État efficace tend à la fois à précéder et à faciliter le développement d'un marché des obligations de sociétés. Une gestion de la dette axée sur le risque, ainsi que l'établissement de références de long terme pour les taux d'intérêt, la liquidité et les taux de change, ont permis au bilan des administrations publiques d'afficher un profil de risque plus prudent. Cela a également contribué à améliorer la transparence, la prédictibilité et la liquidité des marchés locaux de titres de dette à revenu fixe. Ainsi, de plus en plus de pays émergents sont en train de créer les conditions de leur propre réussite dans le système financier mondial.

3. Hans J. Blommestein (2005) (éd.), *Advances in Risk Management of Government Debt*, OCDE, Paris.



Les lecteurs sont invités à citer ou reproduire les informations des Repères du Centre de développement de l'OCDE dans leurs propres publications. En échange, le Centre demande les remerciements de rigueur ainsi qu'un exemplaire de la publication. Le texte intégral des Repères et d'autres informations sur le Centre de développement et ses travaux sont disponibles sur : www.oecd.org/dev

Centre de développement de l'OCDE
2, rue André-Pascal,
75775 Paris Cedex 16, France
Tél : 33 (0)1 45.24.82.00
Fax : 33 (0)1 44.30.61.49
mél : cendev.contact@oecd.org