

Chocs mondiaux, marchés nationaux : l'évolution du paysage de la dette souveraine des pays émergents

Ce chapitre examine l'évolution des marchés obligataires intérieurs des pays émergents et pays en développement (PEPD) et leurs vulnérabilités aux chocs mondiaux, sur fond d'accroissement de l'endettement (près de 12 000 milliards de dollars, hors Chine). Bien que de nombreux PEPD et leurs marchés obligataires domestiques aient bien résisté à un large éventail de chocs mondiaux, le contraste avec ceux qui se sont heurtés à un lourd surendettement et à une forte instabilité macroéconomique souligne les difficultés structurelles et opérationnelles liées au développement des marchés obligataires.

Lors de chocs mondiaux tels que l'épisode de panique de 2013 (taper tantrum), les PEPD ont vu leurs marchés obligataires en monnaie locale (MOML) enregistrer des sorties de capitaux massives et ils ont subi des tensions financières. Par conséquent, ils ont cherché à accroître le rôle des investisseurs résidents dans leurs stratégies de financement. De surcroît, les faibles rendements observés sur les MOML au cours de la dernière décennie (en grande partie attribuables à la vigueur prolongée du dollar) les ont rendus moins attractifs pour les investisseurs internationaux. Face à cette évolution, deux grandes possibilités se sont offertes aux PEPD pour financer l'accroissement de leur émission de dette : trouver davantage d'acheteurs résidents pour leurs obligations libellées en monnaie locale ou continuer de dépendre d'émissions d'obligations souveraines et d'emprunts extérieurs libellés en devises.

Un groupe restreint de grands pays émergents a pu, dans une large mesure, compter sur des émissions en monnaie locale qui ont été de plus en plus absorbées par les investisseurs intérieurs, en particulier des institutions financières non bancaires, dans un contexte d'augmentation de l'épargne financière intérieure. Cela a contribué à atténuer les risques posés par les asymétries de devises ainsi que par les flux sortants de non-résidents. Pour emprunter davantage, les autres PEPD se sont principalement appuyés sur des financements à plus courte échéance auprès de banques nationales et de la banque centrale, et ils continuent souvent à dépendre d'onéreuses dettes libellées en devises. Enfin, plusieurs PEPD ont dû en passer par une restructuration de leur dette intérieure, le fardeau de leur dette publique étant devenu trop lourd à porter.

Ce chapitre examine dans quelle mesure les changements constatés au niveau de la composition de l'émission de titres de créance, de l'absorption par les investisseurs et de la structure des MOML ont influé sur la capacité d'adaptation aux chocs extérieurs. Il étudie les effets des chocs mondiaux sur les MOML et la manière dont ils sont associés au niveau de participation des investisseurs non résidents par rapport aux investisseurs intérieurs, ainsi qu'à la répartition entre banques nationales et institutions financières non bancaires. Les résultats empiriques confirment que la présence de davantage d'investisseurs non résidents est effectivement liée à une plus grande sensibilité des marchés intérieurs aux chocs mondiaux, alors que la présence de davantage d'investisseurs intérieurs, notamment des banques, est associée à une sensibilité moindre.

Ces résultats suggèrent que la résilience face aux chocs mondiaux tend à s'améliorer lorsque les acheteurs résidents d'obligations en monnaie locale sont plus nombreux, mais la présence de davantage d'acheteurs intérieurs n'est pas toujours une bonne chose. Le chapitre porte également sur les inconvénients pouvant découler d'une dépendance excessive à l'égard des émissions et de la demande intérieures, en particulier si elle s'explique par la répression financière. Il souligne ainsi le risque d'un recours excessif à l'emprunt et les effets de rétroaction négative qui pourraient en résulter si les banques

intérieures devaient absorber des montants excessifs de dette souveraine (à savoir l'interdépendance État-banques). Cela pourrait avoir d'importants effets néfastes pour la stabilité financière dans des situations de surendettement significatif ou de restructuration de la dette.

Pour finir, le chapitre formule des recommandations sur les mesures à prendre pour développer un MOML résilient. S'il demeure essentiel d'améliorer les fondamentaux macroéconomiques, notamment en accroissant l'épargne financière intérieure et en veillant à la stabilité de l'environnement macrofinancier, il est tout aussi capital de disposer d'un cadre d'action robuste et de solides systèmes de marchés financiers pour aiguiller l'épargne financière vers un marché intérieur qui fonctionne bien. Il convient de développer l'infrastructure de base des marchés, d'apporter de la certitude sur le plan juridique et de déployer des efforts continus pour approfondir la base d'investisseurs au moyen de pratiques avisées en matière de gestion de la dette et d'une bonne communication avec les acteurs du marché.