

Amérique latine : progrès et défis des marchés obligataires domestiques¹

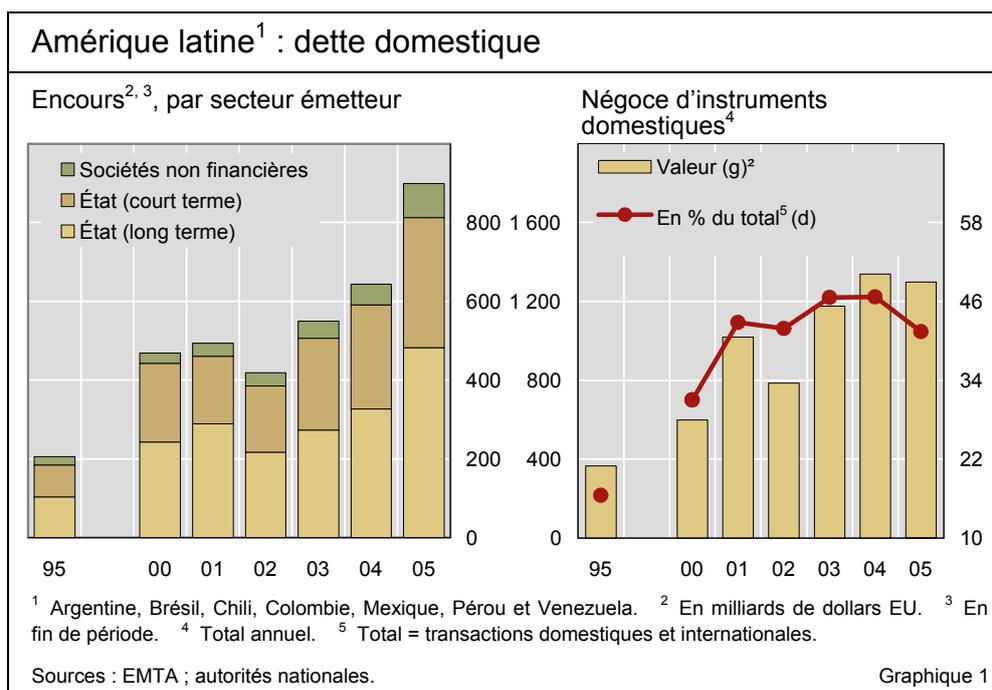
En Amérique latine, les marchés obligataires domestiques ont connu une forte expansion ces dernières années, qui devrait permettre à la région de devenir moins dépendante des financements extérieurs. Cependant, si la situation s'est nettement améliorée, des vulnérabilités perdurent à l'égard du risque de refinancement et la liquidité reste insuffisante sur le marché secondaire.

JEL : E440, F340, G150, G180, H630, O160.

Divers obstacles structurels ou liés aux politiques publiques ont longtemps entravé le développement des marchés obligataires domestiques en Amérique latine : carences dans la gestion macroéconomique ; insuffisance et manque de diversification de la clientèle d'investisseurs ; restrictions réglementaires sur l'activité des marchés primaires et secondaires ; inadaptation de l'infrastructure sous-jacente aux émissions de titres du secteur privé. Il en est résulté une dette publique et privée dominée par les émissions à court terme et/ou indexée sur le dollar, ce qui a exacerbé les crises financières dans la région pendant les années 90 et au début de la décennie suivante.

Depuis quelques années, cependant, les emprunteurs des économies d'Amérique latine et les investisseurs du monde entier sollicitent de plus en plus les marchés obligataires domestiques (graphique 1). Cette évolution a remis en question l'hypothèse du « péché originel », comme on l'appelle parfois, c'est-à-dire la prétendue incapacité de cette région à emprunter à long terme en monnaie locale. Elle marque, en outre, l'aboutissement des efforts entrepris par les autorités de la plupart de ces pays pour atténuer leur vulnérabilité aux chocs extérieurs. Leur action a cherché, en particulier, à renforcer de diverses manières les conditions de la demande de titres de la dette domestique : stabilisation des politiques macroéconomiques ;

¹ Les points de vue exprimés ici sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI. Nos remerciements vont à Claudio Borio, Andrew Filardo, Már Gudmundsson, Gregor Heinrich, Frank Packer et Agustín Villar pour leurs commentaires ainsi qu'à Thomas Jans, Denis Pêtre, Gert Schnabel et Jhuvesh Sobrun pour leur assistance technique. Nous sommes également reconnaissants à José Oriol Bosch, de JPMorgan Chase Mexico, pour les statistiques de marché qu'il nous a communiquées.



privatisation du financement et de la gestion des régimes de retraite ; suppression des restrictions sur l'investissement étranger. Elles ont également pris des mesures au niveau de l'offre : recentrage progressif de la dette publique vers le marché domestique ; amélioration de la prévisibilité et de la transparence des émissions ; création de titres de référence liquides. Ces initiatives ont été soutenues par un environnement externe particulièrement propice, avec des cours élevés des produits de base bénéfiques aux comptes intérieurs et extérieurs et la quête de rendement des investisseurs internationaux.

En s'appuyant sur des statistiques collectées essentiellement auprès de sources nationales, cette étude montre que, si les marchés obligataires domestiques connaissent un développement remarquable, plusieurs vulnérabilités perdurent. Le recours de plus en plus fréquent à l'endettement domestique par opposition aux emprunts à l'étranger a certes atténué le risque lié aux asymétries de monnaies, mais il peut avoir amplifié celui qui résulte des asymétries d'échéances. Les investisseurs hésitent toujours à s'engager à taux fixe sur de longues périodes, ce qui pourrait exposer les emprunteurs de la région à un risque de refinancement substantiel en cas de détérioration des conditions financières locales ou mondiales. De plus, le manque de diversification de la clientèle d'investisseurs freine encore l'amélioration de la liquidité sur les marchés secondaires.

Principales caractéristiques des marchés obligataires domestiques

Ces dix dernières années, les émissions de titres locaux ont enregistré une rapide expansion en Amérique latine (graphique 1)². Les montants émis par les

² On ne dispose pas de séries de données transnationales vraiment cohérentes sur les marchés obligataires intérieurs d'Amérique latine. Dans cette étude, nous avons tenté de

administrations centrales et les sociétés non financières des sept plus grands pays de la région ont augmenté de 337 % entre fin 1995 et fin 2005, pour s'établir à \$895 milliards, soit environ 40 % du PIB cumulé de ces pays. À titre de comparaison, l'encours total des montages de ces emprunteurs sur les marchés internationaux a progressé de 65 % sur la même période, à \$264 milliards. Les marchés obligataires domestiques sont ainsi devenus la principale source de financement des secteurs public et privé (Mathieson *et al.*, 2004).

En Amérique latine, ces marchés obligataires présentent six grandes caractéristiques.

Les marchés obligataires domestiques sont de dimension variable...

Premièrement, leur dimension est très variable (tableau 1). C'est le Brésil qui dispose du marché le plus vaste, avec un encours de \$583 milliards à fin 2005 (équivalent à 74 % de son PIB). Le Mexique se situe juste après en valeur absolue, avec \$159 milliards, mais pour une proportion du PIB nettement inférieure (21 %). Ceux des autres pays sont bien plus modestes en valeur absolue, bien que certains représentent un pourcentage relativement élevé du PIB.

...et dominés par le secteur public

Deuxièmement, ces marchés sont dominés par les émetteurs publics (graphique 1). Fin 2005, les émissions de titres négociables par les administrations centrales des sept principaux pays atteignaient \$808 milliards. Comparativement, le segment des obligations d'entreprise est beaucoup moins développé. S'il peut représenter jusqu'à 40–50 % du marché des titres à revenu fixe dans certains pays (Chili et Pérou notamment), il ne totalise que

Amérique latine : taille des marchés domestiques de titres à revenu fixe					
	Encours		Dont, par secteur émetteur :		
			État, court terme	État, long terme	Sociétés non financières ¹ , long terme
	En milliards de dollars EU	En % du PIB	En milliards de dollars EU	En milliards de dollars EU	En milliards de dollars EU
Argentine	59,7	33	5,1	43,8	10,8
Brésil	583,4	74	226,7	318,2	38,5
Chili	39,8	35	9,2	17,3	13,3
Colombie	38,7	32	0,9	33,2	4,6
Mexique	158,5	21	52,0	89,1	17,4
Pérou	7,9	10	1,4	4,3	2,2
Venezuela	7,2	5	3,4	3,7	0,1
Total	895,2	41	298,7	509,6	86,9
<i>États-Unis</i>	<i>9 043,5</i>	<i>72</i>	<i>1 474,5</i>	<i>4 873,3</i>	<i>2 695,7</i>

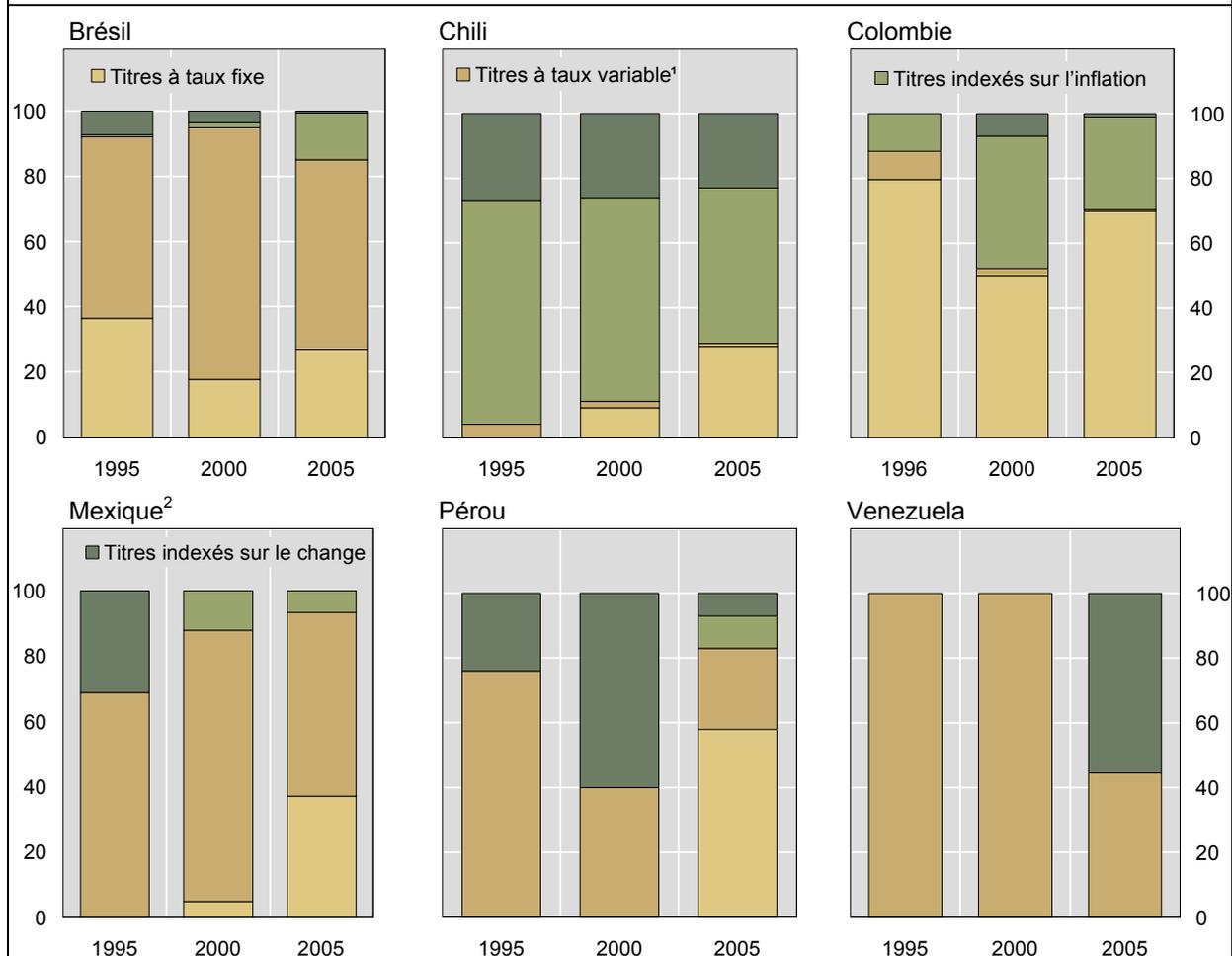
¹ Hors établissements financiers.
Sources : Fedesarrollo ; autorités nationales ; BRI.

Tableau 1

rassembler des données comparables sur les émissions des administrations centrales et des sociétés non financières d'Argentine, du Brésil, du Chili, de Colombie, du Mexique, du Pérou et du Venezuela. Les émissions locales englobent les titres émis sur les marchés locaux, dans la monnaie du pays ou une devise étrangère. Celles des établissements financiers sont exclues de l'analyse, car la couverture des chiffres disponibles est trop restreinte.

Amérique latine : composition de la dette publique

En %



¹ Instruments pouvant présenter d'autres caractéristiques également. ² Les BREM et Cetes sont classés comme instruments à taux variable.

Sources : données nationales.

Graphique 2

\$87 milliards pour la région. En outre, même là où il est plus étoffé, il est limité aux entreprises de premier plan. On note cependant une expansion des marchés de titres du secteur privé, comme en témoigne l'essor de la titrisation dans la région (encadré).

Troisièmement, les titres à court terme, à taux variable et indexés sur l'inflation continuent d'entrer pour une large part dans l'encours de la dette publique domestique, dont la composition s'est cependant sensiblement modifiée. Soucieux d'atténuer leur vulnérabilité aux chocs extérieurs, plusieurs pays, dont le Brésil et le Mexique, ont progressivement renoncé aux obligations indexées sur le change (graphique 2). Les principales exceptions à cette tendance sont l'Argentine et le Venezuela³. De plus, la part relative de la dette

Prédominance des titres à taux variable et indexés sur l'inflation...

³ L'Argentine, qui n'apparaît pas dans le graphique 2, a recouru à des titres indexés sur le change pour retrouver l'accès au marché après son défaut de paiement.

Titrisation en Amérique latine

La titrisation est un phénomène relativement récent en Amérique latine, étant donné la prédominance traditionnelle des banques dans l'intermédiation financière. Plusieurs facteurs poussent cependant au développement de la finance structurée : des incitations, pour les banques, à améliorer le rendement de leurs actifs ; la mise en place d'un cadre réglementaire et de procédures de faillites mieux adaptés ; la reprise de la demande sur le marché de l'immobilier résidentiel et commercial ; la nécessité, pour les investisseurs institutionnels, de détenir des actifs de meilleure qualité.

Le manque de définitions standardisées et de déclarations centralisées empêche de calculer aisément le montant exact des montages structurés. Ce sont les grandes agences internationales de notation qui constituent la principale source de données. Selon Moody's, en 2005, les titrisations domestiques (\$12,2 milliards) ont dépassé les opérations transfrontières (\$2,3 milliards), et ce pour la seconde année consécutive. Leur part est la plus élevée au Mexique, au Brésil et en Argentine : 40 %, 32 % et 15 % du total, respectivement. Les titrisations de crédits aux entreprises, de prêts aux particuliers (personnels et à la consommation) et de crédits hypothécaires ont représenté 33 %, 17 % et 14% de l'activité domestique.

Amérique latine : opérations de titrisation sur le marché domestique

En millions de dollars EU

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentine	1 590	701	130	226	525	1 790
Brésil	184	88	106	1 031	1 652	3 911
Chili	173	220	430	380	293	873
Colombie	55	63	597	510	799	323
Mexique	65	427	414	604	5 444	4 846
Pérou	37	94	7	60	163	295
Venezuela
Total	2 104	1 593	1 684	2 811	8 876	12 038

Source : Moody's.

Au Mexique, le marché domestique de la titrisation n'a débuté qu'en 2000, mais il est déjà le plus important d'Amérique latine, avec un volume de \$5,4 milliards en 2004 et de \$4,8 milliards en 2005, essentiellement dû à de grosses transactions^① adossées à des créances de l'Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), l'agence créée en 1999 pour gérer la dette issue du sauvetage du secteur bancaire. Pour le reste, il s'agit surtout de titrisations de crédits-relais pour la construction et de prêts hypothécaires. Dans ce dernier domaine, la Sociedad Hipotecaria Federal, société de développement publique créée fin 2001, a largement œuvré à structurer le marché. Elle a encouragé les émetteurs à doter leurs obligations de caractéristiques homogènes et elle a joué un rôle actif comme intermédiaire et garant de liquidité sur le marché secondaire naissant.

Le Brésil se classe au second rang, avec \$1,7 milliard d'émissions en 2004 et \$3,9 milliards en 2005. Cette croissance doit beaucoup au succès des instruments appelés Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, qui fournissent aux entreprises une alternative aux crédits bancaires traditionnels en titrisant leurs créances à recouvrer. Avant 2003, l'activité sur le marché domestique brésilien était pratiquement nulle. Les émetteurs potentiels étaient dissuadés par le coût d'établissement des structures de titrisation et par l'indifférence initiale des investisseurs, alors qu'ils disposent de titres d'État d'excellente qualité.

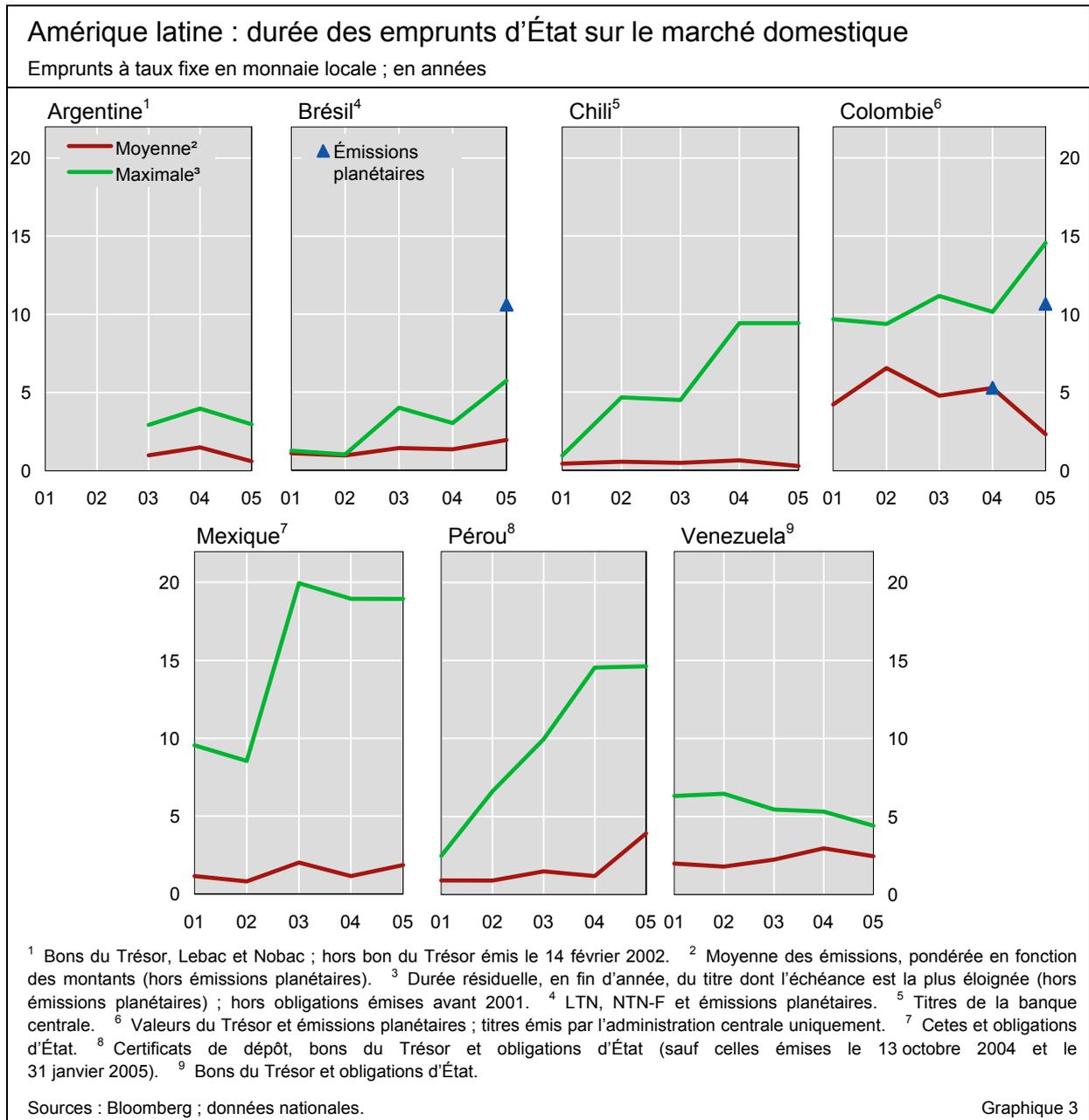
En Argentine, le marché des actifs titrisés s'est asséché en 2001 et 2002, mais il s'est repris en 2003 et s'est ensuite fortement développé, les émissions passant de \$525 millions en 2004 à \$1,8 milliard en 2005.

^① \$4,1 milliards en 2004 et \$2,8 milliards en 2005.

à taux fixe augmente dans la plupart des pays, et plus particulièrement au Mexique, où elle s'élevait à près de 40 % fin 2005, contre moins de 5 % en 2000. Le Brésil a également accompli des avancées significatives, puisque ce compartiment regroupe à présent non loin de 30 % de titres négociables, contre 15 % en 2000.

Quatrièmement, on note une tendance à un allongement progressif de l'échéancier de la dette publique en monnaie locale. Cette évolution résulte notamment d'un passage du court terme au taux fixe et d'une préférence pour les obligations à taux fixe d'échéance plus lointaine⁴. La plupart des pays ont

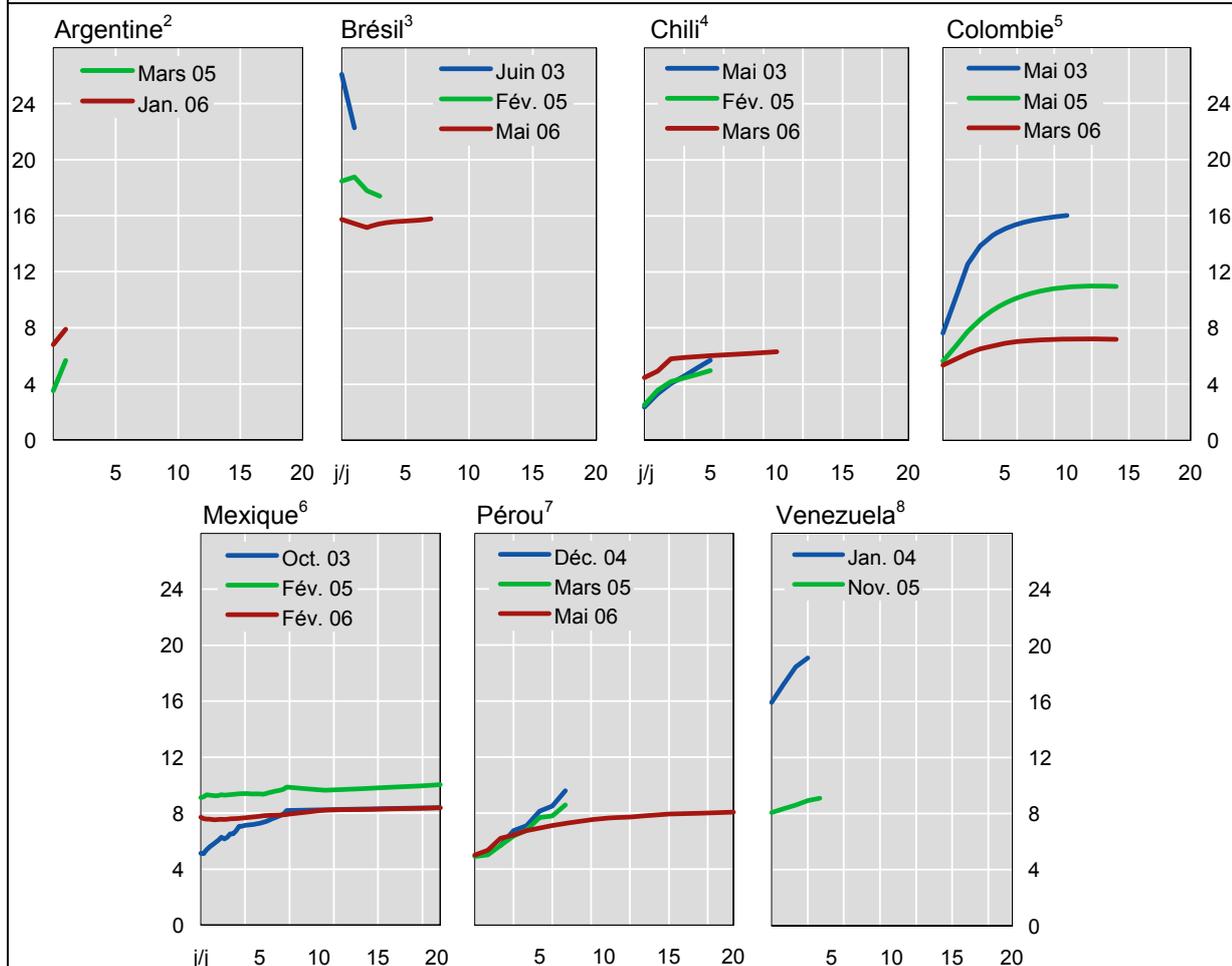
...mais tendance à un allongement des échéances



⁴ L'allongement de l'échéance de la partie de la dette indexée sur les taux courts ou sur l'inflation a également joué un rôle dans certains pays.

Amérique latine : courbes des rendements

Emprunts d'État à taux fixe en monnaie locale sur le marché domestique¹ ; taux en %



¹ En abscisse : durée résiduelle, en années (jjj = jour le jour). ² Lebac. ³ Taux des swaps ; long terme : obligations d'État (NTN-F). ⁴ Titres de la banque centrale. ⁵ Obligations à coupon zéro. ⁶ Cetes et obligations d'État. ⁷ Obligations d'État (marché secondaire). ⁸ Obligations d'État (Vebonos) : adjudications.

Sources : données nationales.

Graphique 4

ainsi été en mesure d'accroître l'échéance maximale de cette dette (graphique 3). Depuis 2003, le Mexique émet des emprunts à 20 ans et envisage de passer à 30 ans. Récemment, le Pérou a mis sur le marché des obligations à 20 ans en monnaie locale, ce qui est particulièrement significatif étant donné la forte dollarisation de son économie. La Colombie, qui empruntait à 10 ans depuis des années, vient de lancer des obligations à 15 ans. Pour atténuer l'indexation de son marché de la dette publique, le Chili a notamment proposé des titres allant jusqu'à 10 ans. Le Brésil s'est également engagé dans cette voie l'an dernier, avec une obligation planétaire à 10 ans en monnaie locale⁵. En dépit de ces avancées, le volume des titres à taux fixe assortis d'échéances plus longues reste le plus souvent limité, comme

⁵ Voir Tovar (2005) pour une analyse des récentes émissions planétaires en monnaie locale de l'Amérique latine.

l'illustre la relative stabilité de l'échéance moyenne pondérée des nouvelles opérations.

Cet accroissement de l'offre de titres à échéance plus longue donne déjà une idée plus représentative de la structure par échéance des taux d'intérêt. Le graphique 4 présente les instruments à court et long terme disponibles pour les pays de la région, qui complètent l'éventail des marchés financiers. Cependant, l'analyse effectuée plus bas révèle que l'exactitude des informations extraites de ces courbes reste discutable.

Cinquièmement, si l'activité du marché secondaire des obligations locales, qui constitue un indicateur habituel de la liquidité, s'est étoffée ces dernières années (graphique 1, cadre de droite), elle reste faible par rapport à celle des marchés développés (tableau 2). Selon des données publiées par l'Emerging Markets Trade Association (EMTA), ses banques membres ont négocié \$1 300 milliards d'instruments locaux des sept grands pays de la région en 2005, soit 1,6 fois l'encours correspondant. Ce volume est inférieur à celui des marchés plus développés. Même si les statistiques de l'EMTA ne sont pas entièrement comparables aux chiffres disponibles pour le marché des États-Unis, les échanges de valeurs du Trésor aux États-Unis, par exemple, ont totalisé \$139 000 milliards la même année, soit 22 fois l'encours. De plus, en Amérique latine, l'activité des marchés secondaires varie fortement. Si, au Mexique, le volume annuel représente 5 fois l'encours, il y est inférieur au Pérou et au Venezuela.

Faible activité sur le marché secondaire...

Amérique latine : indicateurs de la liquidité sur le marché secondaire				
Marchés domestiques des titres d'État ; chiffres de 2005				
	Volume annuel ¹		Écart acheteur-vendeur	Volume moyen de la transaction ²
	En milliards de dollars EU	En % de l'encours		
Argentine	91,5	187	10–50 pb sur obligations à taux fixe et indexées sur l'inflation	ARS 2–10 millions
Brésil	433,0	79	5 pb sur obligations à taux fixe	BRL 10–50 millions
Chili	26,0	98	5 pb sur obligations à taux fixe	CLP 100 millions
Colombie	45,0	132	5–10 pb sur obligations indexées sur l'inflation	UF ³ 100 000
Mexique	696,7	494	3–5 pb sur obligations à taux fixe	COP 2 milliards
Pérou	2,6	46	3–5 pb sur obligations à taux fixe	MXN 50–100 millions
Venezuela	2,8	39	5–15 pb sur obligations indexées sur l'inflation	MXN 5–10 millions
Pérou	2,6	46	10–20 pb sur obligations à taux fixe	USD 1 million
Venezuela	2,8	39	50–100 pb sur obligations à taux variable	VEB 2,4 milliards
Total	1 297,6	160
États-Unis	138 756,0	2 186	0,8–1,6 pb sur obligations à taux fixe	USD 25 millions

¹ Amérique latine : opérations sur le marché secondaire déclarées à l'EMTA par les principaux courtiers et gestionnaires d'actifs ; États-Unis : opérations journalières entre courtiers sur titres du Trésor EU, déclarées dans le supplément statistique du *Federal Reserve Bulletin*. ² Pour les titres indiqués dans la colonne Écart acheteur-vendeur. ³ UF : *Unidad de Fomento*.

Sources : Sack et Elsasser (2004) ; Réserve fédérale des États-Unis ; Banque centrale du Venezuela ; FMI ; Citigroup ; EMTA ; JPMorgan Chase ; BRI.

Tableau 2

La liquidité est liée à d'autres aspects importants, tels que l'étroitesse des écarts acheteur-vendeur, autrement dit l'efficacité de la négociation. Le tableau 2 montre que les marchés des obligations d'État à taux fixe n'apparaissent pas très efficaces par rapport à celui des États-Unis. En fait, les écarts acheteur-vendeur, qui donnent une idée des coûts de transaction, sont nettement plus larges en Amérique latine qu'aux États-Unis⁶. Là encore, on observe des différences notables au sein de la région : limités en Colombie et au Mexique, ces écarts restent relativement amples en Argentine, au Pérou et au Venezuela.

...mais expansion
des transactions
sur dérivés

Sixièmement, si les contrats dérivés sur des obligations d'État de référence ne sont pas très négociés actuellement, les contrats de taux d'intérêt ou sur swaps se développent rapidement dans les principaux pays. Au Brésil, les prises de positions sur l'obligataire se font essentiellement par des contrats à terme et swaps d'un jour sur l'autre plutôt que par des actifs au comptant. Ces caractéristiques expliquent la forte croissance en volume des marchés organisés ces dernières années : \$6 900 milliards en 2005, contre \$2 600 milliards en 2000⁷. Au Mexique, où l'activité de ces marchés sur les actifs à revenu fixe se cantonne à l'interbancaire, le volume, quasiment nul en 2000, est ressorti à \$1 000 milliards ; cependant, les contrats à terme et d'échange de gré à gré sur devises paraissent gagner en popularité. Ces instruments permettent aux émetteurs et investisseurs étrangers de couvrir leurs expositions sur devises et taux d'intérêt liées à des obligations en monnaie locale, ce qui leur facilite l'accès à ces marchés⁸.

Diversification des portefeuilles et durabilité de l'expansion des marchés obligataires

Des facteurs
favorables
bien ancrés

L'expansion des marchés obligataires domestiques dépend en partie de la durabilité du processus mondial de diversification des portefeuilles. Il y a tout lieu de croire qu'en Amérique latine les facteurs qui favorisent ce développement sont, dans l'ensemble, appelés à durer.

Tout d'abord, le processus d'intégration entre économies développées et économies émergentes s'inscrit dans la durée. Il se traduit notamment par la mise à disposition, à un faible coût et en temps réel, d'un volume croissant d'informations sur les résultats des pays et des entreprises. De plus, les

⁶ Sur les marchés asiatiques des obligations d'État, les écarts acheteur-vendeur s'échelonnent de 1 à 2 pb en Corée, en Inde et à Singapour à 7 pb en Indonésie. Voir Jiang et McCauley (2004).

⁷ À titre de comparaison, le volume d'activité sur les places américaines a atteint environ \$750 000 milliards en 2005.

⁸ Les marchés de la dette en monnaie locale ont stimulé les transactions sur dérivés au Mexique. Profitant de la demande de titres en pesos très bien notés, les établissements financiers étrangers ont émis plusieurs obligations internationales dans cette monnaie. Étant donné que ces émetteurs convertissent généralement les fonds obtenus, ils constituent une contrepartie naturelle aux investisseurs étrangers souhaitant couvrir leurs titres libellés en pesos. Le peso mexicain est maintenant l'une des quelques monnaies d'économies émergentes donnant lieu à une négociation active sur dérivés de gré à gré (BRI, 2005).

Amérique latine : corrélations et rendement sur les marchés obligataires domestiques										
Janvier 2003–avril 2006										
Corrélations		GBI-EM ¹							EMBI ²	Trésor EU 10 ans
		Brésil ³	Chili	Colombie	Mexique	Amér. lat.	Asie	Europe		
GBI-EM ¹	Brésil ³	1,00								
	Chili	0,34	1,00							
	Colombie	0,52	0,29	1,00						
	Mexique	0,50	0,56	0,48	1,00					
	Amér. lat.	0,78	0,53	0,72	0,89	1,00				
	Asie	0,33	0,07	0,31	0,31	0,35	1,00			
	Europe	0,10	0,21	0,21	0,28	0,25	0,42	1,00		
EMBI ²		0,52	0,24	0,49	0,50	0,56	0,49	0,49	1,00	
Obligations du Trésor EU 10 ans		0,23	0,00	0,22	0,25	0,24	0,37	0,37	0,71	1,00
Rendement										
2003		23,7	27,7	19,4	7,1	16,7	7,9	14,0	22,3	2,1
2004		24,1	16,3	33,6	5,6	13,8	3,0	28,9	11,7	5,7
2005		36,9	16,2	26,1	21,2	22,8	5,2	3,9	10,3	2,4
2006 (janvier–avril)		14,7	-1,6	3,2	-0,7	6,1	3,5	1,5	1,5	-3,1
Total		142,2	65,8	117,5	34,9	73,2	21,1	55,4	53,1	7,2
¹ Indice GBI-EM Broad Diversified (marchés émergents). ² Indice EMBI Global Diversified. ³ Mai 2003–avril 2006. Sources : calculs des auteurs sur la base de données JPMorgan Chase. Tableau 3										

progrès de la négociation électronique ont fortement réduit les coûts de transaction et les temps de traitement, ce qui permet une participation plus large des intervenants (Wooldridge *et al.*, 2003).

Dans le même temps, l'amélioration des politiques et des résultats dans de nombreuses économies d'Amérique latine a renforcé l'attrait de la dette en monnaie locale pour les investisseurs internationaux. Bien souvent, ces pays sont caractérisés aujourd'hui par une inflation faible, un important excédent budgétaire primaire et un solde positif des paiements courants. Grâce en partie à cet environnement plus favorable, les taux d'intérêt internes sont de plus en plus déterminés par l'évolution économique locale plutôt que par des facteurs externes. D'ailleurs, au Mexique par exemple, la courbe des rendements locaux se démarque largement depuis quelque temps de celle des États-Unis.

Le tableau 3 illustre de manière plus générale les avantages offerts, en termes de diversification, par les marchés obligataires d'Amérique latine par rapport à d'autres catégories d'actifs composant les portefeuilles mondiaux, tout au moins pour les investisseurs en dollars EU. Ces avantages transparaissent dans la corrélation relativement faible, depuis janvier 2003, entre les rendements des obligations de la région en monnaie locale et ceux : a) des obligations des économies émergentes d'Asie et d'Europe également en monnaie locale (respectivement 0,35 et 0,25), b) de l'indice EMBI des instruments en devises (0,56) et c) des valeurs du Trésor américain à 10 ans (0,24). Ces dernières présentent une corrélation plus faible avec l'Amérique

Des possibilités de diversification intéressantes sur les marchés locaux

latine qu'avec l'Asie et l'Europe (0,37 dans les deux cas) ou l'indice EMBI Global Diversified (0,71)⁹. La dernière ligne du tableau montre aussi que ces avantages n'ont pas été obtenus au détriment d'un recul des rendements sur la période considérée : depuis 2003, les rendements cumulés en Amérique latine sont supérieurs à ceux des autres économies émergentes, étant donné que les rendements nominaux domestiques ont baissé et que les monnaies locales se sont appréciées.

Cependant, pour que la diversification soit avantageuse, il faut notamment que les rendements demeurent faiblement corrélés à ceux des autres instruments à revenu fixe en période de tensions. Certains éléments empiriques paraissent d'ailleurs aller dans ce sens (Bayliss, 2004). Les données ne sont toutefois pas assez nombreuses pour tester la stabilité des corrélations dans la durée. Pour tirer des conclusions plus définitives, il faudrait pouvoir se fonder sur une période plus longue de conditions nettement moins favorables.

Asymétries de monnaies et risques de refinancement

Le développement des marchés d'obligations en monnaie locale d'Amérique latine soulève une question capitale : dans quelle mesure a-t-il contribué à atténuer la vulnérabilité résultant des asymétries de monnaies et d'échéances ?

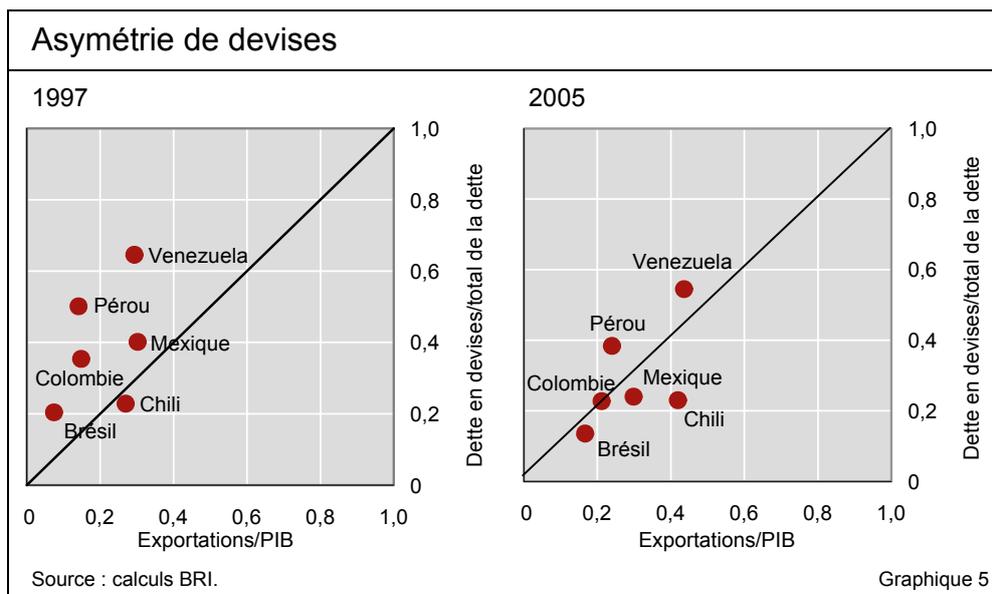
Les marchés obligataires locaux ont contribué à réduire les asymétries de monnaies...

D'après les chiffres disponibles, on peut penser que les progrès accomplis à ce jour pour développer ces marchés ont permis de réduire les asymétries de monnaies dans la région. L'abandon progressif du dollar par les gouvernements comme monnaie d'émission pour les emprunts publics l'indique clairement. En outre, ces asymétries ont diminué en termes globaux pour l'ensemble de la région. L'asymétrie est souvent mesurée par la proportion des emprunts en devises dans la dette totale, divisée par le ratio exportations/PIB¹⁰. Le graphique 5 montre qu'en 1997 ce ratio était largement supérieur à 1 (c'est-à-dire qu'il se situait au-dessus de la diagonale) dans toutes les grandes économies, à l'exception du Chili. En 2005, il avait nettement décru dans toute la région. Le taux de dollarisation, mesuré par la part des dépôts en dollars au sein du système bancaire, a également baissé, particulièrement au Pérou, où il est passé de 77 % en 1999 à 62 % en 2005. Par ailleurs, des études sur les entreprises font aussi état d'une diminution des asymétries de monnaies en Amérique latine. Ainsi, Bleahey et Cowan (2005) observent que les entreprises ont tendance actuellement à faire correspondre la composition en devises de leur dette avec leurs flux de revenus.

Malgré ces évolutions positives, il se peut que le recentrage de l'endettement sur les marchés locaux, au détriment des emprunts à l'étranger,

⁹ Giacomelli et Pianetti font état de résultats similaires (2005).

¹⁰ Cet indicateur prend non seulement en compte l'incidence des cours de change sur la valeur des actifs et engagements mais également la monnaie de libellé des flux de revenus ; voir Goldstein et Turner (2004).



ait substitué au risque associé aux asymétries de monnaies celui qui résulte des asymétries d'échéances. Bien que l'environnement économique se soit amélioré, les investisseurs de certains pays hésitent encore à s'engager en obligations en monnaie locale à taux fixe sur le long terme. Cela engendre une prédominance de titres à court terme, à taux variable et indexés sur l'inflation (graphiques 1 et 2), qui pourrait exposer les pouvoirs publics de la région à un risque de refinancement notable en cas de dégradation des conditions financières locales ou mondiales. Cela vaut également pour le secteur des entreprises, où peu de progrès ont été réalisés dans la réduction des asymétries d'échéances. Ainsi, les données recueillies par Kamil (2004) montrent que la part du long terme dans le total des engagements des entreprises régresse en Amérique latine depuis le milieu des années 90.

...mais peuvent avoir accentué les asymétries d'échéances

Liquidité du marché secondaire

Le faible volume de transactions sur le marché secondaire est préoccupant, car un marché doit impérativement être actif pour permettre de prendre ou de dénouer des positions de manière rentable. L'insuffisance ou la pénurie de liquidité en période de tensions peut engendrer de fortes fluctuations des cours et de la volatilité¹¹. De plus, les systèmes modernes de gestion des risques ne peuvent fonctionner sans des marchés liquides, car ils s'appuient sur le calcul de taux de référence précis pour l'évaluation des portefeuilles et sur un fonctionnement harmonieux des marchés pour le rééquilibrage fréquent des positions. Sur la portion à long terme des courbes des rendements locaux, un manque de profondeur et de liquidité peut aussi nuire à la précision des informations ainsi obtenues sur les cours. Les mouvements de la courbe

¹¹ De fait, plusieurs pays de la région ont déjà fait la preuve de leur vulnérabilité en période de tensions. Ainsi, au Brésil, en 2001 et 2002, de même qu'en Colombie, en 2002, les turbulences financières ont entraîné un tarissement de la liquidité sur les marchés des obligations d'État (TES). En Colombie, les pouvoirs publics n'ont pas pu émettre d'obligations au second semestre 2002, déclenchant ce que l'on a appelé là-bas la « minicrise des TES ».

peuvent, par exemple, être difficiles à interpréter car, outre des facteurs macroéconomiques, la tarification des obligations à échéance longue peut être affectée par les primes de liquidité et autres¹².

La liquidité dépend de la dimension du marché...

Plusieurs facteurs peuvent influencer sur la liquidité de marché. On considère généralement que la dimension du marché obligataire et de ses émissions en détermine la profondeur et la liquidité. McCauley et Remolona (2000) estiment à environ \$100 milliards la taille minimale requise. En Amérique latine, seuls le Brésil et le Mexique se situent au-delà. Néanmoins, comme le montre le tableau 2, la Colombie est parvenue à développer une certaine liquidité, malgré l'étroitesse de son marché des obligations d'État.

...de l'éventail des instruments proposés...

Il convient d'ajouter que la liquidité peut aussi dépendre de la nature des titres échangés. En général, les obligations indexées sont conservées jusqu'à l'échéance ; elles sont donc moins activement négociées et moins liquides que les instruments monétaires ou les obligations classiques à taux fixe. L'écart acheteur-vendeur, plus large dans le cas des titres indexés sur l'inflation, en atteste. L'éventail des instruments proposés peut également empêcher la constitution d'un volume de produits homogènes suffisant pour permettre des échanges actifs. Au Brésil, par exemple, il existe différentes catégories de titres indexés sur l'inflation ; au Mexique, des obligations à taux fixe sont émises par plusieurs emprunteurs publics. Il est probable qu'un regroupement de l'offre d'obligations d'État, concernant soit les titres eux-mêmes, soit leurs émetteurs, améliorerait nettement la liquidité.

...et de la clientèle d'investisseurs

La clientèle d'investisseurs est tout aussi importante. En passant à des régimes de retraite privés, la région a stimulé la demande de titres des investisseurs institutionnels, mais ceux-ci restent peu nombreux¹³. Ainsi, les fonds de placement collectif sont sous-développés (à l'exception surtout du Brésil), les compagnies d'assurances, généralement de petite taille et les fonds spéculatifs locaux, pratiquement inexistantes. Dans certains pays, dont le Chili, les fonds de pension détiennent une position de quasi-monopole sur les marchés des titres. En outre, les investisseurs étrangers sont encore peu présents sur la plupart des marchés domestiques en raison du maintien de contrôles des capitaux en Argentine, au Brésil, en Colombie et au Venezuela. De plus, les échanges sont assujettis à diverses restrictions réglementaires ou taxes sur les intérêts, plus-values ou transactions¹⁴. La forte demande

¹² Dans les économies qui ont connu une forte inflation et/ou un déséquilibre budgétaire persistant, les variations de la prime de risque peuvent être si amples et difficiles à interpréter qu'elles brouillent les signaux de prix concernant l'économie réelle et la politique macroéconomique. La perspective d'événements défavorables importants mais à faible probabilité d'occurrence peut également accroître la prime de risque.

¹³ Les investisseurs institutionnels sont peu actifs dans la plupart des pays d'Amérique latine. Au Chili, le volume d'actifs détenus par les fonds de pension a augmenté progressivement à partir du début des années 70 et représentait environ 70 % du PIB en 2004. Ailleurs, il est beaucoup plus faible, en revanche, et va de 6 % du PIB au Mexique à 14 % en Argentine (Crabbe, 2005).

¹⁴ Au Brésil, les investisseurs étrangers doivent enregistrer leurs achats de titres auprès des responsables de la surveillance des marchés et de la banque centrale et désigner un représentant légal pour suivre le statut fiscal de leurs transactions. Ils sont par ailleurs assujettis à au moins deux taxes (une retenue additionnelle de 15 % sur les plus-values a été supprimée en février 2006). En Colombie, ils ne peuvent acquérir des titres locaux que par

internationale suscitée par les émissions planétaires en monnaie locale du Brésil et de la Colombie montre clairement que les investisseurs privilégient les titres qui ne sont pas soumis à de telles restrictions (Tovar, 2005). Au Mexique, le récent essor des marchés tient en partie au fait que les investisseurs étrangers peuvent accéder librement au marché obligataire domestique.

Conclusion

Les économies d'Amérique latine ont accompli des progrès significatifs dans le développement de leurs marchés obligataires domestiques. Plusieurs défis restent encore à relever cependant. Le plus urgent réside dans la nécessité d'atténuer la vulnérabilité des structures d'endettement au risque de refinancement et d'accroître la liquidité du marché secondaire. Il reste également à voir dans quelle mesure de tels marchés constituent une source de financement fiable pour ces économies. Certes, la région apparaît aujourd'hui moins vulnérable aux chocs financiers, mais une dégradation des conditions financières pourrait exposer ces jeunes marchés obligataires domestiques à des tensions additionnelles imprévues. À cet égard, les autorités doivent veiller à favoriser la poursuite de ce mouvement.

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (2005) : « Marchés dérivés », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 45–55.

Bayliss, J. (2004) : *Emerging markets' external debt as an asset class*, JPMorgan Emerging Markets Research.

Bleakey, H. et K. Cowan (2005) : *Corporate dollar debt and devaluations: much ado about nothing?*, document non publié.

Crabbe, C. (2005) : *A quarter century of pension reform in Latin America; lessons learned and next steps*, Banque interaméricaine de développement.

Giacomelli, D. et F. Pianetti (2005) : *Expanding the efficient frontier*, JPMorgan Emerging Markets Research.

Goldstein, M. et P. Turner (2004) : *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington DC.

Jeanneau, S. et C. Pérez Verdia (2005) : « Réduction de la vulnérabilité financière : évolution du marché des obligations d'État au Mexique », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 99–110.

Jiang, G. et R. McCauley (2004) : « Asie : marché des obligations en monnaies locales », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 65–78.

l'intermédiaire d'un fonds de placement et sont soumis à un prélèvement dont le montant dépend de l'échéance des titres.

Kamil, H. (2004) : *A new database on the currency composition and maturity structure of firms' balance sheets in Latin America, 1990–2002*, Banque interaméricaine de développement, document non publié.

Mathieson, D., J. Roldos, R. Ramaswamy et A. Ilyina (2004) : « Emerging local securities and derivatives markets », *World Economic and Financial Surveys*, Fonds monétaire international, Washington DC.

McCauley, R. et E. Remolona (2000) : « Dimension et liquidité des marchés d'obligations d'État », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 54–63.

Sack, B. et R. Elsasser (2004) : « Treasury inflation-indexed debt: a review of the US experience », *FRBNY Economic Policy Review*, mai, pp. 37–63.

Tovar, C. (2005) : « Emprunts d'État internationaux en monnaie locale : exemples récents en Amérique latine », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 111–120.

Wooldridge, P., D. Domanski et A. Cobau (2003) : « Évolution des liens entre marchés à maturité et marchés émergents », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 47–57.

