

La baisse des écarts de taux sur les emprunts des pays à marché émergent : affaire de politique ou de chance?

Philipp Maier et Garima Vasishtha

Les écarts de taux sur les emprunts souverains des pays à marché émergent ont considérablement diminué ces cinq dernières années. En 2007, l'indice composite EMBI Global est tombé au plus bas niveau jamais enregistré et, même si les écarts observés pour ces pays se sont élargis pendant la récente tourmente financière, ils sont demeurés bien inférieurs à leurs moyennes. Il convient de se demander si la stabilité relative de ces écarts se maintiendra.

Deux hypothèses ont été avancées pour expliquer le repli des écarts sur les emprunts des marchés émergents. Premièrement, depuis la crise asiatique, bon nombre de pays ont renforcé leur cadre de politique macroéconomique et entrepris des réformes structurelles. Par conséquent, les résultats macroéconomiques se sont grandement améliorés sous le rapport de la croissance et de l'inflation, ce qui a entraîné une baisse des écarts de taux sur les emprunts des pays à marché émergent. Si elle reconnaît les progrès réalisés en matière de politiques et résultats macroéconomiques, la seconde hypothèse met en avant que les écarts de crédit se sont amenuisés non seulement pour les titres de créance émis par ces pays, mais aussi pour la quasi-totalité des classes d'actifs à l'échelle mondiale. Faut-il en déduire que des facteurs autres que les variables fondamentales propres au pays sont responsables de la chute des primes de risque? On a fait valoir en particulier que les prix élevés des produits de base énergétiques et non énergétiques et la conjoncture financière mondiale favorable — caractérisée par la faiblesse des taux d'intérêt et la volatilité réduite des marchés boursiers dans les économies avancées et par une abondance de liquidités — ont favorisé la diminution des écarts. Selon cette seconde hypothèse, le resserrement des écarts sur les emprunts des marchés émergents serait principalement attribuable à des facteurs exogènes, par exemple un changement d'attitude des investisseurs internationaux à l'égard de la détention d'actifs risqués.

Dans une étude récente sur la question (Maier et Vasishtha, 2008), nous avons examiné les facteurs qui ont influencé l'évolution des écarts de taux sur les emprunts des

pays à marché émergent entre 1998 et 2007¹. Notre examen s'est déroulé en deux temps. Tout d'abord, nous avons eu recours à l'analyse factorielle pour évaluer dans quelle mesure les écarts relatifs à différentes classes d'actifs présentent une tendance commune. Nous avons ensuite intégré le facteur commun (dégagé à l'étape précédente) à un cadre de régression sur données de panel en vue de cerner l'influence de l'amélioration des variables macroéconomiques fondamentales sur le rétrécissement des écarts de taux.

MÉTHODOLOGIE

Dans un texte fondateur traitant du comportement des prêteurs sur les marchés internationaux, Edwards (1984) énonce la relation suivante :

$$\log(s_{i,t}) = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

où $s_{i,t}$ est l'écart de taux sur les emprunts du pays i au temps t , α_i désigne l'ordonnée à l'origine, β_k sont les coefficients directeurs, X_k est le vecteur des K variables macroéconomiques fondamentales et $\varepsilon_{i,t}$ représente des erreurs indépendantes et identiquement distribuées.

Notre objectif est d'étudier l'effet de la conjoncture internationale et des variables macroéconomiques fondamentales sur les écarts relatifs aux emprunts souverains. À cette fin, nous utilisons l'analyse factorielle, technique statistique servant à repérer la structure qui régit les relations entre les variables (Tsay, 2005). Le « facteur principal » que l'on obtient ainsi correspond simplement à une régularité dans les données

1. Le choix de la période a été dicté par la disponibilité des données. Les pays étudiés sont l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Brésil, la Bulgarie, le Chili, la Chine, la Colombie, l'Équateur, la Hongrie, la Malaisie, le Maroc, le Mexique, le Panama, le Pérou, les Philippines, la Pologne, la Russie, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela.

constatée pour tous les pays ou toutes les variables à partir desquels il est mesuré. Nous estimons deux modèles :

- Le premier met à contribution les données disponibles pour diverses catégories d'obligations américaines². Le facteur isolé au moyen de ce modèle est le « facteur mondial ».
- Le second est estimé à partir des écarts de taux observés pour chacun des pays. Le facteur dégagé est le « facteur marché émergent ».

Une fois extraits ces deux facteurs principaux, nous les intégrons à un cadre de régression sur données de panel en vue de cerner leur rôle dans le rétrécissement des écarts de taux sur les emprunts des marchés émergents. Sous sa forme la plus générale, l'équation de régression estimée se présente ainsi :

$$\log(EMBI_{i,t}) = \beta_{0,i} + \sum_j \beta_{j,i} FP_{j,t} + \sum_k \beta_k X_{k,i,t} + \sum_l \beta_l Y_{l,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

où $EMBI_{i,t}$ représente les écarts de taux relatifs aux emprunts du pays i d'après l'indice $EMBI$, et $FP_{j,t}$, le facteur principal (le « facteur mondial » ou le « facteur marché émergent »). $X_{k,i,t}$ est le vecteur des k variables exogènes propres au pays, $Y_{l,t}$ est le vecteur des l variables mondiales et $\varepsilon_{i,t}$ est un terme d'erreur distribué selon une loi normale. Les variables propres au pays comprennent la croissance du produit intérieur brut (PIB), l'inflation et toute une série de ratios calculés par rapport au PIB (dette à court terme, dette à long terme, exportations, réserves de change, solde budgétaire, etc.). Les variables mondiales sont le prix du pétrole et la croissance du PIB à l'échelle du globe.

RÉSULTATS

D'après les résultats de l'analyse factorielle, le facteur mondial et le facteur marché émergent diffèrent sensiblement. Les écarts de taux observés pour les pays à marché émergent refléteraient donc des évolutions distinctes, ce qui donne à penser que l'amélioration de la situation macroéconomique fondamentale de ces pays pourrait avoir été déterminante dans la réduction des écarts.

Certes, les estimations sur données de panel révèlent une relation positive entre l'évolution des écarts de taux et le facteur mondial, mais ce dernier n'a pas l'ampleur voulue pour expliquer le fort rétrécissement des écarts. On peut en dire

autant du facteur marché émergent. D'après nos estimations, le resserrement des écarts de taux est associé tant à un recul de l'inflation qu'à une accélération de la croissance du PIB, une baisse du ratio de la dette à long terme au PIB et une diminution des déficits budgétaires. Toutefois, il semble aussi lié à la hausse des prix du pétrole et à la croissance du PIB mondial, ainsi qu'à des améliorations sur le plan institutionnel telles que l'adoption de cibles en matière d'inflation.

Nos résultats confirment l'hypothèse voulant que les bonnes données économiques fondamentales des pays à marché émergent aient aidé ceux-ci à se procurer du financement à des taux avantageux. Butler et Fauver (2006) parviennent à des conclusions similaires au sujet de la notation des emprunteurs souverains, tout comme Fostel et Kaminsky (2007) au sujet de l'émission brute d'obligations. Selon ces derniers, cependant, la conjoncture économique mondiale favorable fait sentir ses effets de façon importante depuis 2003. Nos travaux mettent en lumière le rôle des variables macroéconomiques fondamentales dans la détermination des écarts de taux relatifs aux emprunts souverains. Ce faisant, ils permettent de mieux comprendre pourquoi les récentes turbulences sur les marchés du crédit ont eu une incidence relativement limitée sur les écarts dans le cas des emprunts des marchés émergents.

BIBLIOGRAPHIE

- Butler, A. W., et L. Fauver (2006). « Institutional Environment and Sovereign Credit Ratings », *Financial Management*, vol. 35, n° 3, p. 57-79.
- Edwards, S. (1984). « LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation, 1976-80 », *The American Economic Review*, vol. 74, n° 4, p. 726-734.
- Fostel, A., et G. Kaminsky (2007). *Latin America's Access to International Capital Markets: Good Behavior or Global Liquidity?*, document de travail n° 442, Banque centrale du Chili.
- Maier, P., et G. Vasishtha (2008). *Good Policies or Good Fortune: What Drives the Compression in Emerging Market Spreads?*, document de travail n° 2008-25, Banque du Canada.
- Tsay, R. (2005). *Analysis of Financial Time Series*, Hoboken (New Jersey), Wiley-Intersciences. ■

2. Obligations de bonne qualité, obligations à rendement élevé et obligations notées AAA, AA, A et BBB (rendements calculés à l'échéance)