

## Les pays primo-émetteurs sur les marchés obligataires depuis 2007 : quels enjeux économiques ?

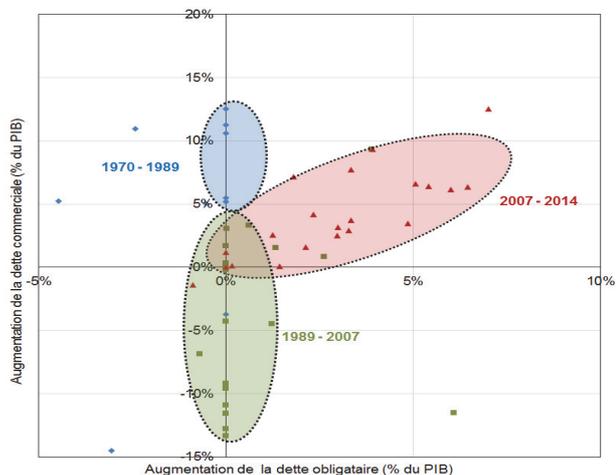
(mis à jour le 12/06/2017)

- En 1989, la mise en œuvre du Plan Brady a permis aux pays en développement (PED) de sortir d'une crise de solvabilité qui a lourdement entravé leur essor tout au long des années 1980. Ce Plan consistait en l'échange des titres d'emprunts bancaires contractés par ces pays contre des titres de dette obligataire aux valeurs faciales réduites et aux maturités rallongées. Le succès de cette initiative marqua un tournant dans le mode de financement des pays à revenu intermédiaire (PRI) : leur recours à l'emprunt bancaire diminuant progressivement, ils levèrent de plus en plus de fonds sur les marchés obligataires internationaux.
- Les Pays les moins avancés (PMA) restèrent toutefois à l'écart de cette tendance pendant un certain temps. Ce n'est que depuis les années 2000 – et plus particulièrement depuis 2007 –, qu'ils commencent à accéder au financement obligataire externe, grâce à la concomitance d'une conjoncture macroéconomique mondiale de reprise économique, d'un cycle haussier du prix des matières premières et d'un accroissement de l'appétence des investisseurs pour les hauts rendements.
- 26 pays à revenu faible ou intermédiaire sont considérés comme primo-émetteurs sur les marchés obligataires internationaux entre le 1<sup>er</sup> janvier 2007 et le 31 décembre 2015. Leur stock obligataire sur cette période est constitué de 85 obligations et correspond à un montant de 58,7 Md\$. Il s'accroît par ailleurs considérablement entre les années 2013 et 2015, puisque 64,4 % du montant des émissions a été réalisé durant cette période.
- Si les situations économiques et financières des États primo-émetteurs sont diverses, leurs émissions obligataires restent dans l'ensemble soumises à des risques de change et de refinancement importants. De plus, l'accord conclu le 29 février entre l'Argentine et les fonds procéduriers consacre les stratégies adoptées par ces derniers et expose ainsi le stock obligataire de tout pays faisant face à des difficultés financières à une certaine fragilité.
- Les travaux publiés par le Fonds monétaire international (FMI), l'*International Capital Market Association* (ICMA) et l'*Institute of International Finance* (IIF) à partir d'octobre 2014 ont permis d'adapter les stipulations contractuelles des émissions l'action des fonds procéduriers et de garantir des processus de restructuration efficaces et rapides. Cela étant, une large proportion du stock obligataire externe des primo-émetteurs n'est pas protégée par les clauses les plus récentes. De plus, si l'intégration par les primo-émetteurs de clauses de *pari passu* modifiées et de clauses d'actions collectives (CACs) à option semble acquise dans leurs nouvelles émissions, les clauses visant à coordonner l'organisation des créanciers privés restent encore peu répandues.

Source : Banque Mondiale.

Note de lecture : l'axe des ordonnées présente l'évolution de la dette commerciale en point de PIB. L'axe des abscisses présente l'augmentation de la dette obligataire en point de PIB.

Caractéristiques de l'endettement des pays primo-émetteurs entre 1970 et 2014



## 1. L'ouverture des marchés obligataires internationaux aux pays en développement a été permise par le Plan Brady

En 1973, les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) prirent la décision de limiter leur production pétrolière, qui fut à l'origine du premier « choc pétrolier » aux conséquences très négatives pour l'environnement macroéconomique international. Au même moment, le plafonnement des taux d'intérêts pratiqués aux États-Unis<sup>1</sup> encourageait les banques américaines à développer un marché bancaire international : le « marché eurodollar », ouvert aux pays en développement (PED), et notamment aux pays à revenu intermédiaire (PRI), et appelé à connaître un essor rapide. Avec le choc pétrolier, le prix du pétrole quadrupla, et la poussée inflationniste en résultant diminua fortement les taux d'intérêts réels, alors que l'économie mondiale entrait en récession en 1974. Ces dynamiques ont détérioré les termes de l'échange des économies des PRI, dont les balances courantes se sont dégradées (le déficit de la balance des paiements des PRI a cru en moyenne de 196 % par an entre 1973 et 1979). Cette augmentation de leurs besoins de financement coïncida avec l'afflux de capitaux libellés en dollar dans les pays de l'OPEP, obtenus grâce à la forte hausse en valeur des exportations pétrolières<sup>2</sup>. Ces fonds, déposés auprès de banques américaines, augmentèrent la capacité de prêt du marché eurodollar<sup>3</sup>. Les banques

proposaient des prêts à taux variables<sup>4</sup> de moyen ou de long-terme octroyés par syndication bancaire. Entre 1973 et 1979, les PED financèrent dès lors les déficits de leurs balances des paiements par des emprunts commerciaux, en particulier sur le marché eurodollar. La dette commerciale des PRI crût ainsi de 255 % sur cette période.

En 1979, deux événements accentuèrent la nouvelle dépendance des pays en développement aux financements commerciaux : un nouveau choc pétrolier, et le « choc Volker ». Le premier se traduit par une hausse du cours du baril de pétrole<sup>5</sup>, tandis que second – le contrôle au mois de la base monétaire –, déboucha sur des variations et une volatilité très forte du dollar, qui finit par s'apprécier fortement<sup>6</sup>. Avec la remontée en flèche des taux et l'appréciation du dollar, le poids du service de la dette augmenta lourdement pour ces pays<sup>7</sup>, alors même qu'ils subissaient une fuite des capitaux<sup>8</sup>. Les PED, face à un problème de liquidité, augmentèrent leurs emprunts bancaires pour s'acquitter du paiement des intérêts dus (la dette commerciale des PRI augmente de 22 % entre 1979 et 1982, malgré la dégradation des conditions économiques et financières).

### Encadré 1 : Le Plan Brady

18 pays en tout bénéficièrent du plan Brady<sup>a</sup>, dont 11 en Amérique Latine. Selon le FMI, le stock d'obligations issues du Plan Brady a atteint 197 Md\$ en 1997.

À la fin des années 1980, les créances détenues par les banques sur les PED avaient été dépréciées comptablement et ne généraient plus de revenus. Il devint alors possible de les échanger contre des actifs à la fois plus sûrs pour leurs détenteurs, et moins coûteux pour les pays emprunteurs.

Le Plan Brady prévoyait l'échange de créances bancaires contre des créances obligataires à maturité rallongée. Afin d'inciter les créanciers à procéder à l'échange de titres, l'État émetteur d'une obligation Brady devait acheter des bons du Trésor américain à coupon nul et de valeurs faciales équivalentes à celle de l'obligation émise. Ces bons du Trésor, financés par les institutions financières internationales, servaient alors de garantie aux banques.

Les caractéristiques propres à ces obligations étaient définies selon un menu d'options. On peut identifier cinq formes prises par les créances obligataires du Plan Brady, même si d'autres structures ont parfois également été employées.

Tableau 1 : caractéristiques des obligations

Type d'obligation	Au pair	Décotée	À intérêts moindres en début de période	Convertible en dette	Argent frais
Type de coupon	Fixe/Progressif	Flottant	Progressif, puis flottant	Fixe/Variable/ Progressif	Flottant
Garantie des intérêts	Pour un certain montant fixé d'avance	Pour un certain montant fixé d'avance	Seulement pendant une certaine période	Non	Non
Remboursement du principal	<i>In fine</i>	<i>In fine</i>	Par amortissements suite à une période de grâce	Par amortissements suite à une période de grâce	Par amortissements suite à une période de grâce
Garantie du principal	Oui	Oui	Non	Non	Non

Sources : FED, Salomon Smith Barney.

- a. L'Argentine, la Bolivie, le Brésil, la Bulgarie, le Costa Rica, la Côte d'Ivoire, l'Équateur, la Jordanie, le Mexique, le Nigéria, le Panama, le Pérou, les Philippines, la Pologne, la République dominicaine, l'Uruguay, le Venezuela et le Vietnam.

**Le ministre des finances mexicain annonce en août 1982 que son pays ne serait plus en mesure de payer la charge de sa dette<sup>9</sup>.** L'année suivante, 40 pays se trouvaient dans la même situation. Un programme international d'assistance financière aux PED fut mis en œuvre pour aider

à sortir de ce que l'on estimait n'être qu'une crise de liquidité. Entre août 1982 et 1989, les créanciers du Club de Paris conclurent 33 accords de rééchelonnement pour 16 des 18 pays qui bénéficièrent ultérieurement du Plan Brady. Le montant total rééchelonné pour ces 16 pays sur cette période

(1) Imposé par la réglementation Q du Glass-Steagall Act.

(2) Les revenus qu'ils en tirent passent de 70 Md\$ en 1974 à 128 Md\$ en 1977.

(3) En 1978, environ 84 Md\$ placés sur le marché eurodollar provenaient de l'OPEP.

(4) 2/3 de la dette des PED ont alors des taux indexés sur le LIBOR.

(5) Qui bondit de 14 à 35 \$ entre 1978 et 1981.

(6) Par rapport au yen et au deutsche mark : de 11 % en 1981 et de 17 % en 1982.

(7) Entre 1979 et 1982, il passe de 50 à 87 Md\$ dans les PRI, soit une augmentation de 72 %.

(8) Entre 1979 et 1982, 70 Md\$ sont retirés des seuls Mexique, Argentine et Venezuela.

(9) La dette totale du Mexique s'élevant alors à 80 Md\$.

est de 73 Md\$. Les banques commerciales durent également rééchelonner les créances qu'elles détenaient sur les PED, tandis que le FMI prêtait aux États débiteurs les fonds nécessaires au paiement des intérêts dus en échange de la mise en place de réformes structurelles.

Cela n'a pas suffi à résoudre la crise, qui résultait en réalité de l'insolvabilité des PED. Il fallut attendre 1989 pour que

Nicholas Brady, le secrétaire du Trésor américain, propose l'effacement d'une partie des dettes des PED et l'échange de leurs créances bancaires restantes contre des titres obligataires rééchelonnés, dans le cadre d'un plan auquel son nom reste associé, et qui permit de rétablir la soutenabilité financière des bénéficiaires (cf. encadré 1).

## 2. Le nombre des nouveaux entrants sur les marchés obligataires internationaux, en augmentation dans les années 1990, croît exponentiellement dans les années 2000

### 2.1 Les pays en développement voient au cours de ces années leur capacité d'emprunt augmenter du fait d'un environnement macroéconomique et financier favorable

1. **Le cours des matières premières augmente.** Hors prix du pétrole, l'indice de leurs prix croît de 52 % entre janvier 2000 et décembre 2015<sup>10</sup>, et le prix du pétrole est multiplié par 5,3 entre janvier 2000 et juillet 2008. Il restera élevé jusqu'à juillet 2014, malgré un décrochage entre 2009 et 2011. Les PED et les PMA – ces derniers étant dans l'ensemble très dépendants des exportations de matières premières –, connaissent alors une croissance de leur PIB importante du fait de la hausse des cours. Les économies émergentes ont ainsi crû en moyenne de 3,75 % dans les années 1990 et 4,75 % dans les années 2000.

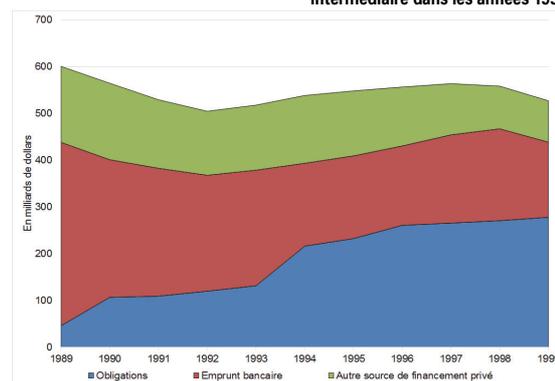
2. **Cette phase de croissance coïncide avec des besoins de financement grandissants, et s'accompagne de recettes budgétaires qui permettent de soutenir un service de la dette en augmentation.** Elle suppose des investissements importants dans les secteurs de l'énergie et du transport, alors que certains de ses bénéficiaires sortent de la catégorie des pays à faibles revenus, et voient diminuer la concessionnalité des prêts qui leurs sont accordés par les bailleurs.

3. **Le taux directeur nominal américain est historiquement faible sur cette période :** il atteint 1 % en décembre 2003, remonte faiblement, puis devient quasiment nul à partir de novembre 2008. L'appétence des investisseurs privés pour les PED, et en particulier les PMA, augmente alors, en raison de l'amélioration de la perception de leur risque, mais aussi de la recherche de rendements face à la persistance de taux d'intérêts réels faibles dans les économies avancées. Les taux de croissance soutenus des PED comme des PMA leur ont permis d'accumuler des réserves de change importantes. Enfin, beaucoup de ces pays ont bénéficié d'allègements de leurs dettes<sup>11</sup> qui leur permettent d'améliorer leurs ratios d'endettement.

### 2.2 La demande de financements qui en résulte se porte de plus en plus vers les marchés obligataires internationaux, au détriment des prêts bancaires syndiqués

Les pays en développement cherchant à se financer concluaient dans les années 1980 essentiellement des contrats de prêts par syndication bancaire, qui offraient notamment l'avantage d'un nombre restreint d'interlocuteurs, pour des montants qui restaient limités. Avec le succès du plan Brady, les plus avancés d'entre eux<sup>12</sup> se tournèrent de façon progressive à partir de 1989 vers les marchés obligataires pour lever des fonds. Le graphique suivant montre l'évolution de la dette commerciale des pays à revenu intermédiaire<sup>13</sup> depuis l'adoption du plan Brady jusqu'à la fin des années 1990. La part des obligations y est passée en l'espace de 10 ans de moins de 10 % à plus de 50 %.

Graphique 1 : composition de la dette commerciale des pays à revenu intermédiaire dans les années 1990



Source : Banque Mondiale.

Cette tendance s'est par la suite élargie à un nombre croissant de pays, appartenant à des catégories de revenu par habitant de plus en plus faible, jusqu'à l'explosion récente des émissions obligataires dans les pays à faible revenu (PFR).

Ainsi, entre le 1<sup>er</sup> janvier 2007 et le 31 décembre 2015, 26<sup>14</sup> États ont acquis le statut de « primo-émetteurs » sur les marchés obligataires internationaux : 3 PFR, 13 PRI de la tranche inférieure et 10 PRI

(10) Il s'agit de l'indice de l'ensemble Moody's calculé par l'Insee. Cet indice retrace l'évolution mensuelle (moyenne des observations) de 32 matières premières importées. D'après l'Insee, « les résultats sont agrégés en fonction de la nature des produits et de leur destination (alimentaire ou industrielle). Ils sont exprimés, d'une part en devises composites (euro, dollar américain, dollar australien, ringgit malaisien et livre sterling) et d'autre part en euro ».

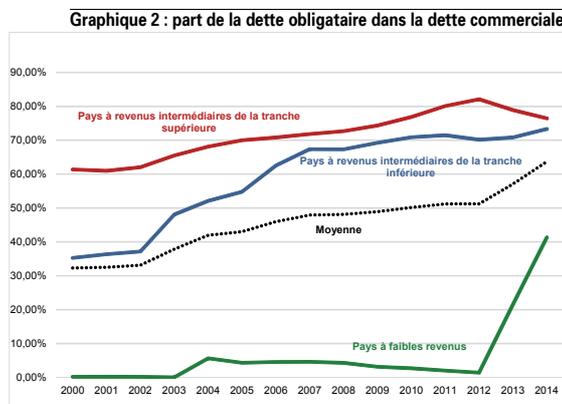
(11) 36 PMD ont bénéficié de l'initiative Pays pauvres très endettés (PPTE) à ce jour, sur 39 éligibles, voir Le Gouguec A. (2016), « L'Afrique aura-t-elle besoin d'une nouvelle initiative " Pays Pauvres Très Endettés " ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 164, mars.

(12) Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, République Tchèque, Hongrie, Pologne, Russie, Israël, Afrique du Sud. Comprend les PRI de « tranche inférieure » les PRI de « tranche supérieure ».

(13) Comprend les PRI de « tranche inférieure » et les PRI de « tranche supérieure ».

(14) L'émission de la société mozambicaine à capitaux publics EMATUM, sous garantie de l'État, a volontairement été écartée en raison de sa récente restructuration.

de la tranche supérieure<sup>15</sup>. Le graphique suivant illustre l'évolution de la part de la dette obligataire dans la dette commerciale des pays à faible revenu et ou à revenu intermédiaire durant les années 2000. Si la part de la dette obligataire dans la dette commerciale des PRI est passée d'environ 50 à 75 % au cours de cette période, la progression pour les PFR de 0 à 40 % s'est, elle, matérialisée en seulement deux années.



Source : Banque Mondiale.

Le recours par ces pays en développement à l'endettement obligataire ressort d'un besoin « classique » de financer leurs infrastructures ou leur déficit budgétaire. Mais il est plus intéressant encore de se pencher sur les raisons qui leur ont fait préférer cette forme d'endettement, par opposition aux prêts bancaires plus traditionnels. On peut en distinguer au moins trois :

- **La primo-émission a été choisie dans un certain nombre de cas impliquant une restructuration de la dette** (Albanie, Arménie, Côte d'Ivoire, Gabon, Kenya et République du Congo), dans la lignée des échanges intervenus durant le Plan Brady.
- **Le recours aux marchés obligataires permet de lever des montants inaccessibles via des prêts bancaires syndiqués, a fortiori dans un contexte prudentiel plus contraint pour les établissements bancaires.** Comme en témoigne le tableau 2 *infra*, il n'est pas rare que des pays en développement puissent lever plus d'1 Md\$ en une émission sur les marchés.
- **L'émission obligataire est pour beaucoup de primo-émetteurs l'occasion de se signaler sur le « radar » des investisseurs.** L'émission entraîne en effet une communication financière, dans le respect de standards établis, qui entraîne la constitution d'un point

de référence pour les émetteurs privés, les observateurs financiers, et les agences de notation. Ce fut notamment le cas de l'Angola, de la Biélorussie et du Nigéria). Sur ce plan le FMI pense pouvoir discerner un **comportement « mimétique » à l'échelle régionale**<sup>16</sup> (exemple des vagues de primo-émissions observées en 2010 en Europe de l'Est, en 2012-2013 en Amérique Latine, et aujourd'hui dans les pays d'Afrique sub-saharienne). Le président de la Banque africaine de développement, le Dr. Akinwumi A. Adesina, avait également souligné l'importance de ce facteur dans le cas des émissions africaines dans son discours tenu lors de la 3<sup>ème</sup> édition du Forum de Paris<sup>17</sup> le 20 novembre 2015. Il évoquait notamment le « *comportement grégaire* » des pays qui, croyant que l'émission d'Eurobonds<sup>18</sup> leur permettait de gagner en visibilité sur le marché international des capitaux, s'imitaient les uns les autres en émettant ce type d'obligation.

### 2.3 Le profil-type d'une obligation émise par les primo-émetteurs est celui d'une obligation émise sur la place new yorkaise, libellée en dollar et régie par le droit anglais

Les 26 pays primo-émetteurs recensés dans la présente étude ont émis 85 obligations souveraines entre 2007 et 2015. On observe ainsi quatre vagues d'émissions : une première en Europe de l'Est en 2010 et 2011, une deuxième en Asie en 2012<sup>19</sup>, une troisième en Amérique Latine en 2013, et enfin la dernière en Afrique entre 2013 et 2015.

63 des obligations ont été émises sur le marché des *Yankee Bonds*<sup>20</sup>, contre 19 seulement sur celui des Eurobonds (2 émissions sur le marché sud-africain et une émission sur le marché japonais complètent notre échantillon). Malgré la prédominance à l'émission sur le marché américain, le système juridique auquel les primo-émetteurs ont le plus recours est le droit anglais (51 occurrences), qui se retrouve largement devant le droit new yorkais (21 occurrences)<sup>21</sup>. Enfin, les fonds levés sont libellés en dollar dans 74 émissions, en euro dans 6 émissions, et dans d'autres devises pour les cinq émissions restantes.

**75 obligations du stock des primo-émetteurs ne sont pas arrivées à maturité.** L'État est directement émetteur dans 70 cas et l'est indirectement dans 15 cas. Les entités émettrices sont alors des entreprises publiques (11 en Asie, 3 en Europe de l'Est et 1 en Afrique). Au 31 décembre 2015, seules 10 des 85 lignes obligataires sélectionnées ont été remboursées.

(15) Parmi les pays primo-émetteurs, 9 relèvent du guichet de l'Association internationale de développement (AID), 11 relèvent de celui de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD), et 6 reçoivent un soutien transitoire. Parmi les 9 pays relevant de l'AID, 4 présentent un risque de surendettement faible, 4 un risque de surendettement élevé, et 1 constitue un risque de surendettement modéré.

(16) FMI (2013), *First-Time International Bond Issuance - New Opportunities and Emerging Risks*.

(17) Le Forum de Paris réunit annuellement créanciers et débiteurs souverains, parmi lesquels l'ensemble des membres du G20, les membres du Club de Paris et des pays des différentes régions du monde, afin d'échanger sur les sujets liés à la dette souveraine. La contribution du Forum au dialogue financier international a été soulignée dans le Programme d'Action d'Addis Abeba signé par les pays membres des Nations Unies en juillet 2015.

(18) Les Eurobonds sont des obligations libellées dans une devise différente de celle en vigueur sur le marché d'émission (il s'agit souvent d'une obligation libellée en dollar et émise sur la place londonienne).

(19) L'année 2014 n'est pas retenue car 4 des 6 émissions sont le seul fait du Sri Lanka.

(20) Les *Yankee Bonds* sont des obligations libellées en dollar émises par des entités étrangères sur le territoire américain.

(21) Les 4 obligations jordaniennes couvertes par les États-Unis ne sont pas prises en compte, le droit régissant les 9 obligations restantes est le droit japonais (Mongolie 2023, 275 M\$), le droit d'Afrique du Sud (Nanibie 2020, 63 M\$), le droit nigérian (Nigéria 2017 ; 1,29 Md\$), et inconnu dans quatre cas restants.

**Le remboursement se fait majoritairement *in fine* (à l'échéance, sans remboursement intermédiaire de principal), à des maturités de moyen ou long-terme. Ainsi, 74 lignes obligataires prévoient un remboursement *in fine*.** Le remboursement peut avoir lieu de manière progressive (11 occurrences)<sup>22</sup> ; le remboursement de 5 émissions est soumis à options<sup>23</sup>. Depuis une première occurrence en 2013 au Gabon, plusieurs obligations africaines prévoient un remboursement échelonné sur les 3 dernières années de leur maturité (5 des 14 émissions africaines ayant eu lieu en 2014 et 2015 prévoient ce mode de remboursement). Les périodes durant lesquelles le remboursement prend place diffèrent selon les zones géographiques : les financements de moyen-terme sont majoritairement en Asie (moyenne et médiane respectivement de 9,1 et 10 années) et en Europe de l'Est (8,6 et 10 années), tandis que les financements à long terme sont caractéristiques de l'Afrique – où la moyenne tourne autour de 10,4 années pour une médiane de

10 ans –, et de l'Amérique Latine – où la moyenne est de 11,2 ans, pour une médiane de 10 ans<sup>23</sup>. La tendance est pour ces pays à rechercher des maturités plus longues à mesure que leur signature s'établit sur les marchés et que croît l'appétence pour leurs titres.

Leurs coupons sont essentiellement fixes et semi-annuels<sup>24</sup>. Ils sont en moyenne de 7,3 % en Afrique, de 6,1 % en Amérique Latine de 6 % en Asie, de 7,3 % en Europe de l'Est et de 5 % au Moyen-Orient. Le taux de coupon moyen en Europe de l'Est est très élevé, puisqu'il est identique au taux de coupon moyen africain alors que les obligations émises sont de moyen-terme. Cela peut notamment s'expliquer du fait que plus de la moitié des émissions d'Europe de l'Est ont eu lieu entre 2008 et 2011.

Le Tableau 2 ci-dessous recense ces informations de façon synthétique.

**Tableau 2 : ensemble des émissions obligataires internationales des pays devenus primo-émetteurs sur les marchés obligataires externes depuis 2007**

Montants en M\$	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Afrique</b>	2266	200	2332	1500	2042	4500	7000	6813	
Angola									1500**
Cameroun									750**
Congo (République du)	478*								
Côte d'Ivoire				2332*				750*	1000*
Éthiopie								1000**	
Gabon	1000*						1500*		500**
Ghana	750*						1000*	1000*	1000**
Kenya								2750*	
Namibie	38				500*				813**
Nigéria					500*	1292	1000*		
Rwanda							400*		
Sénégal			200*		500*			500*	
Tanzanie							600		
Zambie						750*		1000*	1250**
<b>Amérique Latine</b>						500	2481,3	1000	
Bolivie								500*	
Honduras							1051*		
Paraguay							930*	1000*	
<b>Asie</b>	500	500	1000	1000	4100	3226	3675	3545	
Arménie							700*		500**
Azerbaïdjan						500	1000*	1750*	750*
Mongolie							2100*	276	145
Sri Lanka	500*	500	1000*	1000*			1500*	1250*	1925*
<b>Europe de l'Est</b>		500		1457	1505	750		300	1017
Albanie									482**
Biélorussie				407	600*	800*			
Géorgie		500			250	500*	750*		
Monténégro					200*	205*		300*	535
<b>Moyen Orient</b>					750		1250	1000	2000
Jordanie					750		1250	1000	2000**

\* Inclusion de CAC  
\*\* Inclusion de CAC type FMI  
N.B. : 2 émissions dans l'année pour les montants soulignés une fois ; plus de deux émissions dans l'année pour les montants avec un double soulignement.  
Sources : Club de Paris, FMI, Thomson Reuters.

### 3. Les enjeux et risques des émissions des primo-émetteurs

La diffusion de la dette souveraine sous sa forme obligataire dans la totalité des pays en développement pose évidemment des questions fondamentales du point de vue des risques nouveaux qui en découlent. Ceux-ci se comprennent aisément

par contraste avec la forme d'endettement commercial qui prévalait jusqu'aux années 1980, déjà évoquée ci-dessus, à savoir le prêt bancaire. Le Tableau 3 résume les grands enjeux auxquels sont confrontés les primo-émetteurs :

**Tableau 3 : comparaison des enjeux et risques entre endettements bancaire et obligataire**

Type d'emprunt	Coût d'entrée sur le marché	Marge de manœuvre de l'État dans la définition des conditions de la levée de fonds	Risques	Détention des titres de créances	Processus de restructuration
Emprunt bancaire	Plus faible : l'emprunteur peut aisément amorcer les discussions avec une banque	Réduite : l'emprunteur s'aligne aux conditions des banques	Risque de change, Risque de refinancement, Risque de fluctuation du cours des matières premières	Concentrée entre une ou quelques banques	Club de Londres
Emprunt obligataire	Plus élevé : l'émetteur doit établir la confiance sur les marchés	Ample : l'émetteur définit les termes de l'émission obligataire	Risque de change, Risque de refinancement, Risque de fluctuation du cours des matières premières	Diffuse entre une multitude de créanciers	Modalités contractuelles

Source : DG Trésor.

(22) Une émission en yens japonais, une émission en yuan, une émission en dollars namibiens, une émission en rand et une émission en naira nigérien.

(23) Cet écart s'explique du fait de l'existence d'une obligation paraguayenne à 30 ans.

(24) On retrouve 3 taux flottants pour des émissions congolaise, ivoirienne et tanzanienne.

Les émissions obligataires sont des instruments financiers puissants, dans la mesure où ils permettent (dans les conditions de marché actuelles, caractérisées par une recherche de hauts rendements) des levées de fonds très importantes. Ces possibilités plus larges que celles qu'offrent les prêts bancaires ont toutefois un coût, qui vient s'ajouter à la structure de remboursement des obligations et contribue au **risque financier** dont il est porteur pour l'émetteur. À ce risque financier viennent s'ajouter des **contraintes techniques**, une plus grande sophistication de l'instrument qui requiert l'insertion de clauses contractuelles précises et bien calibrées. Cette technicité est elle-même liée à **la plus grande diversité des créanciers** avec lesquels le débiteur doit désormais interagir, ce qui exige un cadre commun et sécurisé, notamment dans l'optique d'une potentielle restructuration de dette (sujet qui dépasse cependant légèrement le périmètre de la présente étude).

- **Un instrument financier plus puissant et flexible mais aussi plus risqué**

**Le stock obligataire des pays primo-émetteurs les rend vulnérables du fait des remboursements « bullet » ou *in fine*, qui se traduisent par un pari important sur leur capacité future de remboursement, et sur l'évolution relative de la monnaie domestique par rapport au dollar.** Comme on l'a vu précédemment, cette forme d'échéancier de plus en plus répandue implique que l'État émetteur soit en mesure de décaisser en une fois un montant pouvant dépasser 1 Md\$, ce qui pour des économies fragiles représente un défi considérable, là où les banques proposaient des échéanciers de remboursement plus étalés. Or les pays primo-émetteurs exportateurs de matières premières sont particulièrement affectés par la chute des cours intervenue depuis 2014. Certains connaissaient d'ores et déjà un accroissement du poids du service de la dette par rapport aux recettes de l'État.

Le risque de change est une autre donnée importante, plus prégnante encore de par **la domination du dollar dans les émissions réalisées** (alors que beaucoup de primo-émetteurs, africains notamment, sont plutôt liés à l'euro). Il s'est concrétisé par exemple entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 31 décembre 2015, période au cours de laquelle les devises des primo-émetteurs se sont en moyenne dépréciées de -14,8 % par rapport au dollar américain. Les conséquences d'une dépréciation de la devise d'un primo-émetteur se traduisent (*i*) par une augmentation de la valeur relative du principal à rembourser, et (*ii*) par un renchérissement du service de la dette via les échéances d'intérêts.

Si une augmentation des taux d'intérêts internationaux peut ne pas avoir un impact immédiat sur le service de la dette (puisque seules 3 des 80 lignes obligataires retenues sont à taux flottant), l'évolution des coupons moyens entre 2014 et 2015 rend perceptible leur tendance à l'accroissement : d'une année à l'autre, ils ont augmenté de 6,8 à 8,2 % en Afrique, de 5,2 à 6,6 % en Asie, et plus modérément de 5,4 à 5,6 % en Europe<sup>25</sup>. Certaines des dernières émissions réalisées témoignent même de taux d'intérêt atteignant un niveau alarmant : près de 10 % pour le Ghana lors de sa dernière

émission en septembre 2016. Si le risque de refinancement est faible à court-terme, il pourrait s'accroître à moyen-terme. Six lignes obligataires devraient arriver à maturité en 2017 : en Azerbaïdjan (500 M\$), au Gabon (1 Md\$), en Géorgie (500 M\$), au Ghana (750 M\$), en Mongolie (600 M\$) et au Sri Lanka (500 M\$).

- **Des complexités techniques et légales à prendre en compte, face à des créanciers plus divers aux stratégies parfois antagonistes**

L'ensemble des paramètres techniques évoqués ci-dessus est en soi une première source de complexité dans l'élaboration de l'instrument. **Ils impliquent, en plus des taux d'intérêts déjà élevés à la base, des frais de courtage, d'assurance, des swaps de devises qui n'existaient pas nécessairement avec des prêts bancaires.** Ceci contribue à renchérir plus encore le recours aux obligations souveraines.

Mais c'est à un autre niveau que se situe la véritable difficulté technique. En effet, **de par la structure diffuse de détention de l'instrument, en cas de défaut ou de restructuration, les émetteurs sont exposés à des stratégies procédurières s'apparentant à celles qu'ont employées les « fonds vautours » dans le cas de l'Argentine.** Profitant de certaines failles juridiques, ces créanciers peuvent constituer une minorité de blocage et rechercher devant les tribunaux compétents le remboursement de ce qu'ils estiment leur être dû – entraînant au passage le débiteur dans un combat coûteux et extrêmement pénalisant en termes d'image.

Or tous les primo-émetteurs n'ont pas la capacité de rembourser plusieurs milliards de dollars, comme l'a fait l'Argentine, si une sentence similaire devait leur être imposée. De fait, la palette des pays ayant eu recours à l'endettement obligataire externe présente une grande diversité : trois niveaux de revenus sont représentés, à travers les cinq continents, avec des variations importantes dans leurs capacités administratives et techniques à gérer cette dette, mesurées par l'indicateur « CPIA »<sup>26</sup> de la Banque mondiale. **La composante de l'indicateur CPIA mesurant la qualité des gestions budgétaire et financières est de niveau moyen<sup>27</sup> (3,4) pour les 16 primo-émetteurs concernés, et faible pour les pays africains (2,875).** Elle s'est par ailleurs légèrement dégradée (son niveau était de 3,59 pour ces pays au moment de leur primo-émission). **La composante du CPIA évaluant la politique d'endettement est élevée pour les primo-émetteurs dans leur ensemble (3,9). Cela concerne également les pays africains (3,83).** Cette composante s'est aussi dégradée par rapport au moment de la primo-émission (son niveau atteignait alors 4,03).

En conséquence, la diffusion de la dette sous forme obligatoire dans les pays en développement a incité les institutions financières internationales, au premier rang desquelles le FMI, à proposer des **clauses contractuelles plus robustes aux actions des fonds procéduriers**, décrites brièvement dans l'encadré ci-dessous.

(25) L'Amérique latine et la Jordanie ne sont pas étudiées en raison d'un nombre d'émissions insuffisant.

(26) Le *Country Policy and Institutional Assessment* est un indice composé de notes allant de 1 à 6 attribuées par la Banque mondiale à des pays bénéficiant du guichet de l'AID (les pays bénéficiant d'un soutien transitoire sont également concernés). 16 composantes sont prises en compte. Elles couvrent 4 domaines : la gestion économique, les politiques structurelles, les politiques sociales et égalitaires, la gestion du secteur public et de ses institutions. La note du CPIA est utilisée dans le Cadre de soutenabilité de la dette. Elle permet de retenir un seuil à partir duquel sera réalisée l'Analyse de soutenabilité de la dette.

(27) Un CPIA est faible lorsqu'inférieur à 3,25, moyen lorsque compris entre 3,25 et 3,75, et élevé lorsque supérieur à 3,75.

## Encadré 2 : Point sur les clauses que le FMI propose d'inclure dans les contrats d'émissions obligataires

Les difficultés rencontrées lors des restructurations obligataires argentine (en 2005 et 2010) et grecque (2012) ont rendu nécessaire le développement et la promotion par le FMI de clauses garantissant des négociations plus rapides et plus efficaces. Deux clauses ont été proposées en septembre 2014<sup>a</sup> :

1. **Une clause d'action collective (CAC) à options<sup>b</sup>** offrant trois manières à l'État débiteur de modifier les modalités de paiement: (i) lorsque 75 % des détenteurs de l'ensemble du stock obligataire l'acceptent, (ii) lorsque plus de 66,66 % des détenteurs de l'ensemble des titres de dette l'acceptent, et que plus de 50 % des détenteurs de l'obligation affectée donnent également leur accord, ou (iii) lorsque 75 % des détenteurs de la ligne obligataire l'acceptent.
2. **Une clause de *pari passu* modifiée**, afin de contourner l'interprétation faite par le juge américain<sup>c</sup> de la version originale de cette clause selon laquelle les créanciers devraient être remboursés de manière proportionnelle au montant leur étant dû, qu'ils aient ou non accepté une restructuration de leurs créances.

**La troisième clause est dite de « comités de créanciers ».** Elle est promue notamment par l'Institute of International Finance (IIF), et évoquée en 2015 par le FMI<sup>d</sup>. Elle permet à un ensemble déterminé de créanciers privés (25 % dans les travaux de l'IIF) de se faire représenter par une ou plusieurs personnes désignées dans le cadre des négociations de restructuration.

a. FMI (2014), *Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring*.

b. Elles comprennent comme deuxième option le double seuil d'agrégation promu par la Zone Euro depuis 2013.

c. Cour de New York, 7 décembre 2011 et 23 février 2012, NML contre Argentine ; confirmé par Cour d'Appel du Second Circuit, 26 octobre 2012, NML contre Argentine.

d. FMI (2015), *Progress report on inclusion of enhanced contractual provisions in international sovereign bonds contracts*.

Depuis leur publication en 2014, les propositions du FMI n'ont pas été accueillies de la même manière selon le type de clause considéré.

- **L'accueil a été positif pour les CACs, spécifiquement le modèle proposé de menu à options ; 53 des obligations actives intègrent des CACs, soit 70 % du stock actif. Parmi celles-ci, 11 sont rédirigées selon les recommandations du FMI, soit 20% du stock actif. Sur ces onze émissions, une a été effectuée dès fin 2014, et 10 en 2015.** Le stock obligataire des primo-émetteurs d'Amérique Latine est également pourvu de 5 obligations incluant des CACs à menu d'options, mais les seuils d'entrée en application des options retenus diffèrent de ceux recommandés par le FMI<sup>28</sup>. Par ailleurs, 28 obligations du stock actif des primo-émetteurs comportent des CACs dépourvues de seuil agrégatif.
- **Les prescriptions du FMI ont également été suivies, quoique dans une moindre mesure, concernant la rédaction des clauses de *pari passu*.** Si seules 13 obligations - toutes actives - comportent des clauses de *pari passu* modifiées, la tendance est à leur adoption : ainsi, 11 des 17 obligations émises en 2015 intègrent des clauses de *pari passu* modifiées.
- **Le seuil des clauses de comités de créanciers, promu par l'IIF est peu retenu :** si 23 lignes obligataires comportent ce type de clause, le seuil nécessaire à leur application est fixé à 50 % des créanciers dans 19 cas – dont 5 aujourd'hui inactifs –, et n'est abaissé à 25 % des créanciers que dans 4 cas. 41 obligations ne comportent pas de telles clauses<sup>29</sup>.

**L'écoulement des obligations actives dépourvues de clauses renforcées se fera à moyen-terme.** Parmi les 22 émissions qui pourraient ne pas inclure de CACs, 9 atteignent leur maturité avant 2020, 13 entre 2020 et 2025. Elles représentent un montant de 13,5 Md\$, dont 6,8 Md\$ en Asie ; 3,75 Md\$ au Moyen Orient et 1,9 Md\$ en Afrique. Sur les 60 obligations dépourvues de clause de *pari passu*, 27 doivent être remboursées avant 2020, et les 29 suivantes entre 2020 et 2025. Les 4 obligations restantes n'atteignent leur maturité

qu'entre 2029 et 2044. Le stock d'obligations actives dépourvues de clause de *pari passu* modifiées est de 37 Md\$. Le différend argentin portait, pour mémoire, sur environ 7 Md\$ de stock obligataire non restructuré, notamment en raison de l'inclusion d'une clause de *pari passu* dont l'interprétation était disputée.

- **Point particulier de vigilance concernant les pays ayant bénéficié de l'initiative « Pays Pauvres Très Endettés » (PPTE)**

Quatre des cinq zones géographiques comptent en leur sein des pays dont le ratio d'endettement extérieur sous forme d'obligations est aujourd'hui supérieur à 10 % : l'Afrique (avec la Zambie, la Côte d'Ivoire et le Gabon), l'Asie (avec le Sri Lanka et la Mongolie), l'Europe de l'Est (avec l'Arménie et le Monténégro) et le Moyen-Orient (avec la Jordanie). À noter le cas spécifique du Monténégro, qui a adopté l'euro comme devise, et émet systématiquement des Eurobonds pour se financer.

Ces caractéristiques moyennes ne reflètent pas cependant la diversité des situations rencontrées, notamment chez les pays d'Afrique ayant bénéficié dans les années 1990 et 2000 d'un allègement massif de leur dette dans le cadre de l'initiative PPTE. La fenêtre macroéconomique favorable entre 2012 et 2014 a poussé vers le choix d'une émission obligataire certains pays sortis depuis longtemps de l'initiative PPTE, ayant reconstruit un historique satisfaisant, comme d'autres qui, par contraste, venaient de bénéficier d'un allègement de dette massif.

**Des 4 pays étant le plus rapidement retournés sur les marchés financiers, trois figurent parmi ceux disposant d'un ratio d'endettement sur les marchés obligataires internationaux par rapport au PIB les plus élevés** (le Ghana, la Zambie, la Côte d'Ivoire). Cela peut être mis en perspective avec le cas de deux primo-émetteurs ex-PPTE les plus anciens – la Bolivie et la Tanzanie – qui ont pour leur part des taux d'endettement obligataire externe rapporté au PIB faibles (respectivement de 3,0 et 1,1 %).

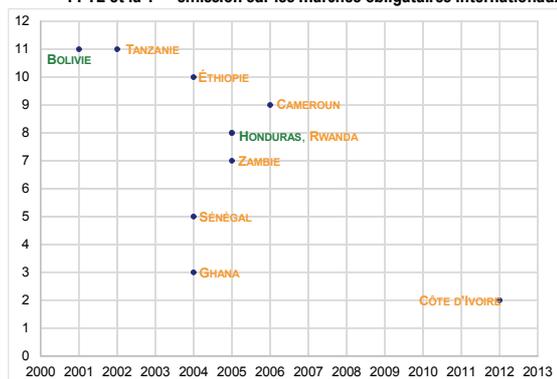
Cette évolution est évidemment un sujet de préoccupation particulier, qui témoigne du fait que le choix de l'émission

(28) 4 des 5 obligations latino-américaines comportant des menus d'options aux seuils différents de ceux proposés par le FMI ont été émises avant la publication des travaux du FMI.

(29) Dans 12 cas, cela est inconnu, et les obligations jordaniennes garanties par les États-Unis sont exclues.

obligataire, loin d'être une occurrence isolée, a pu chez certains pays relancer un cycle d'endettement extérieur rapide et dont on ne maîtrise pas encore l'aboutissement.

Graphique 3 : nombre d'années entre le traitement de sortie de l'initiative PPTe et la 1<sup>ère</sup> émission sur les marchés obligataires internationaux



Sources : FMI, Thomson Reuters.

## Conclusion

Le paysage de la dette souveraine a connu de nombreuses évolutions depuis la grande crise de la dette des années 1980. La plus déterminante est sans doute le recours d'un nombre croissant de pays en développement au financement obligataire sur les marchés internationaux. Ces émissions, d'abord limitées aux seuls pays bénéficiaires du plan Brady, se sont peu à peu généralisées, jusqu'à intéresser aujourd'hui certains pays parmi les plus pauvres.

Ces primo-émetteurs y trouvent plusieurs avantages par rapport au financement commercial traditionnel via des emprunts bancaires. Les émissions obligataires permettent de lever de plus gros montants, et elles sont aussi une manière de placer le pays émetteur sur la carte des investisseurs, en le soumettant à des standards techniques élaborés.

Cependant, ces avantages comportent en eux-mêmes une part de risque. Il n'est pas certain que tous les primo-émetteurs, rassurés par une conjoncture macroéconomique favorable, aient mesuré les risques inhérents à ce type d'instrument. Ils tiennent à la nature très concentrée des remboursements, qui plus est en devises, aux coûts élevés qui y sont associés, ainsi qu'à la maîtrise de clauses contractuelles complexes et nouvelles.

Les modalités contractuelles de ce stock obligataire pourraient rendre certains de ces pays plus vulnérables en cas de restructuration de leur dette. En effet, la ratification le 16 mars 2016 par le parlement argentin de l'accord auquel étaient parvenus le gouvernement et les fonds procéduriers a consacré les stratégies prédatrices de ces fonds. On peut donc envisager que ce type de stratégie soit de nouveau mis en œuvre à l'avenir dans le cas du défaut imminent ou avéré d'un État. Ce serait pour les primo-émetteurs une manière en effet de se positionner sur le radar de certains fonds spéculatifs, mais en tant que cible plutôt que partenaire.

La question se posera donc à l'avenir de savoir comment intégrer ces stocks croissants d'obligations dans le cadre d'une restructuration ordonnée, dont les mécanismes actuels ne sont pas nécessairement adaptés à ce type d'instruments.

**Nathan BERTIN**

**Alice CHEYER-NOZARI**

### Éditeur :

Ministère de l'Économie et des Finances

Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

### Directeur de la Publication :

Michel Houdebine

### Rédacteur en chef :

Étienne Chantrel  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

### Mise en page :

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050  
eISSN 2417-9620

## Derniers numéros parus

### Novembre 2016

n°185. Le secteur financier face à la transition vers une économie bas-carbone résiliente au changement climatique

Jean Boissinot, Doryane Huber, Isabelle Camilier-Cortial, Gildas Lame

n°184. Le Japon face à la déflation : quel bilan des *Abenomics* ?

Vlad Ciornohuz

### Octobre 2016

n°183. La mondialisation des activités de R&D des entreprises : où en est la France ?

Marie-Anne Lavergne, Killian Lemoine

n°182. Où en est le débat sur la stagnation séculaire ?

Anne Jaubertie, Linah Shimi

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-ecoco>

*Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie des Finances.*