

PANORAMA

Le marché obligataire, la nouvelle « roue de secours » des entreprises dans les pays émergents ?

Si l'année 2017 est synonyme de légère embellie conjoncturelle dans le monde émergent, elle ne fait pas oublier les trois précédentes années marquées par un risque entreprise en détérioration. Les raisons en étaient multiples : chute des cours des matières premières, endettement des entreprises élevé, surcapacités de production, risque politique au plus haut, etc. Dans ce contexte chahuté, les entreprises devaient en outre faire face à des conditions de crédit bancaire plus strictes.

Cette restriction des conditions de crédit en temps de crise n'est d'ailleurs pas propre au monde émergent, la crise des *subprimes* est là pour le confirmer. Dans ce cas de figure, l'existence de marchés obligataires peut constituer une alternative au financement bancaire et ainsi offrir une bouffée d'oxygène aux entreprises. C'est en tout cas ce qu'affirmait Alan Greenspan en 2000, alors président de la Réserve fédérale américaine, allant jusqu'à comparer les marchés d'obligations à des roues de secours.

Dans cette étude nous nous demandons si les marchés obligataires ont effectivement joué ce rôle de « roue de secours » pour les entreprises des pays émergents lors de la période récente de ralentissement de la croissance (voire de récession). La réponse est a priori

moins évidente que dans le cas des économies avancées, tant le développement des marchés obligataires d'entreprise y est incomplet. Cette année marque pourtant le vingtième anniversaire de la crise asiatique, qui avait révélé les dangers liés à un financement des entreprises exclusivement dépendant des banques.

Au final, sur notre panel de 16 pays émergents, les marchés obligataires semblent avoir offert une bouffée d'oxygène aux entreprises dans plusieurs pays d'Asie (Thaïlande, Indonésie) et d'Europe émergente (République tchèque, Pologne, Hongrie). C'est aussi le cas en Amérique latine (Chili, Mexique, Colombie), à la différence près que ce sont surtout les émissions sur le marché international et non local qui ont progressé dans cette région, avec les risques induits (risque de change accru dans le cas d'émissions en devise étrangère). Enfin, un des enseignements de cette étude est que le marché obligataire n'est d'aucun secours lorsque le choc économique est particulièrement violent : malgré l'existence de marchés liquides et de relativement grande taille, la récession a été accompagnée d'une baisse des encours obligataires au Brésil et en Russie en 2015.

2
LES AVANTAGES
de la diversification
des sources de
financement dans
les pays émergents

5
**ENDETTEMENT
CROISSANT**
des entreprises
depuis la crise

9
**LE FINANCEMENT
OBLIGATAIRE**
des entreprises :
un atout en période
de crise ?



**Julien
MARCILLY**
Chef
économiste



**François
FENECH**
Économiste
junior



**Johan
SPEHNER**
Économiste
junior

1 LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION DES SOURCES DE FINANCEMENT DANS LES PAYS ÉMERGENTS

Il y a tout juste 20 ans, la crise asiatique révélait la nécessité pour les pays émergents de sortir du « péché originel »...

L'intérêt pour les pays émergents de disposer de marchés obligataires est né de la crise asiatique de 1997-1998. Jusqu'à celle-ci, le développement économique en Asie, hors Japon, a dans une large mesure été permis par un système financier centré sur le secteur bancaire. D'après Barry Eichengreen¹, les systèmes bancaires se sont avérés être les moyens de financements les plus faciles à développer pour des économies en développement avec des besoins urgents : les gouvernements sont susceptibles de fournir le capital nécessaire, facilitant ainsi le financement d'investissements de long terme de grandes entreprises. La crise asiatique de 1997 a montré les faiblesses de ce type de financement.

Au cours de la première moitié des années 1990, les économies asiatiques se caractérisaient par une forte croissance de l'investissement, au point que la part de la formation brute de capital fixe dans le PIB atteignait 35 à 45 % en Thaïlande, en Indonésie, en Malaisie, à Singapour et aux Philippines à l'aube de la crise de 1997. Afin de financer leurs projets d'investissement, les entreprises ont bénéficié de financements externes et se sont ainsi endettées en devise étrangère. La balance des transactions courantes des pays asiatiques s'est détériorée au cours de cette période, atteignant par exemple 7,8 % en Thaïlande en 1996. Dans ce contexte, les anticipations de dévaluations des devises locales ont augmenté, la majorité d'entre elles étant à l'époque liées au dollar américain. En Thaïlande, les marchés d'actions ont ainsi fortement baissé à partir du début de l'année 1997, notamment sous l'effet de sorties de capitaux étrangers. La décision des autorités locales de laisser flotter le baht en juin a accéléré les anticipations de dépréciations, si bien que cette monnaie s'est dépréciée de près de 55 % au cours du second semestre de 1997. Cette chute a engendré une forte dépréciation d'autres devises de la région, augmentant la valeur des créances des banques locales libellées en devises étrangères. Pour payer leurs créances de court terme, ces banques ont été contraintes de rappeler une partie de leurs prêts. Cette restriction des conditions de crédit a pénalisé l'investissement, ainsi que la consommation des entreprises et des ménages. Cette crise a donc mis en lumière les conséquences négatives de l'incapacité d'un pays à emprunter en devise locale (via le marché obligataire ou les banques), le « péché originel »², et les bienfaits du financement par obligation en devise locale, qui transfère le risque de change de l'émetteur à l'investisseur.

Le marché obligataire local doit permettre aux entreprises qui n'ont pas de revenus en devise étrangère d'emprunter en devise locale, afin d'éviter les effets liés au risque de change lorsque les devises ne concordent pas (« currency mismatch »). Son développement a donc été jugé utile par beaucoup d'États de pays émergents ayant une stratégie de croissance inclusive visant l'essor de la demande interne. En cas d'insuffisance de ressources de financement en devise locale, les entreprises pourraient aussi décider de ne pas emprunter pour éviter ce risque de change, mais les effets sur l'investissement et la croissance seraient négatifs. Autrement, les autorités publiques peuvent accumuler des réserves de change pour compenser ce « currency mismatch », mais cette solution a aussi des inconvénients : 1) l'endettement net (et donc ses effets positifs sur l'investissement et la croissance) est éliminé, l'endettement accru du secteur privé étant compensé par le surplus public lié à cette accumulation de réserves ; 2) il y a un coût d'opportunité à détenir des réserves de change, le rendement de ces dernières étant généralement inférieur à celui des coûts d'emprunt d'après D. Rodrik³.

...et pour leurs entreprises de diversifier leurs sources de financement

Ensuite, l'existence d'un marché d'obligations en devise locale permet de diversifier l'offre de financement. Elle constitue une concurrence pour le secteur bancaire favorisant une baisse du coût de financement pour les entreprises et les ménages. Du côté des épargnants, et non plus des emprunteurs, cette offre supplémentaire d'instrument financier sur lequel investir peut inciter à moins thésauriser et investir davantage, et ainsi favoriser l'investissement des entreprises et la croissance (voir Herring et Chatusripitak⁴).

1/ Eichengreen B. and Luengnaruemitchai P. (2006) : « Why doesn't Asia have bigger bond markets? », BIS Paper volume 30, Asian bond markets: issues and prospects.

2/ Voir B. Eichengreen, R. Hausmann et U. Panizza : « Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption », 2002. <http://www.financialpolicy.org/financedev/hausmann2002.pdf>

3/ Dani Rodrik : « The Social Cost of Foreign Exchange Reserves », NBER Working Paper No. 11952, 2006.

4/ Herring R.J. and Chatusripitak N. (2000) : « The Case of the Missing Market: the Bond Market and Why It matters for Financial Development », Asian Development Bank / Wharton Seminar, mai.

Greenspan⁵ souligne que cette diversification de l'offre de financement joue aussi le rôle de « roue de secours » dans le cas d'une défaillance du système bancaire : elle permet de réduire l'amplitude des cycles de récessions et/ou de ralentissement de l'activité. Le pays en question est en outre moins sujet aux crises bancaires. D'après C. Arteta⁶, qui s'est intéressé aux liens entre coût des crises économiques dans les pays émergents et l'importance des marchés obligataires en devise locale relativement à celle du secteur bancaire, conclut que les premiers affectent positivement la croissance économique et que les pays en ayant développé un subissent des crises de moins grande ampleur que les autres.

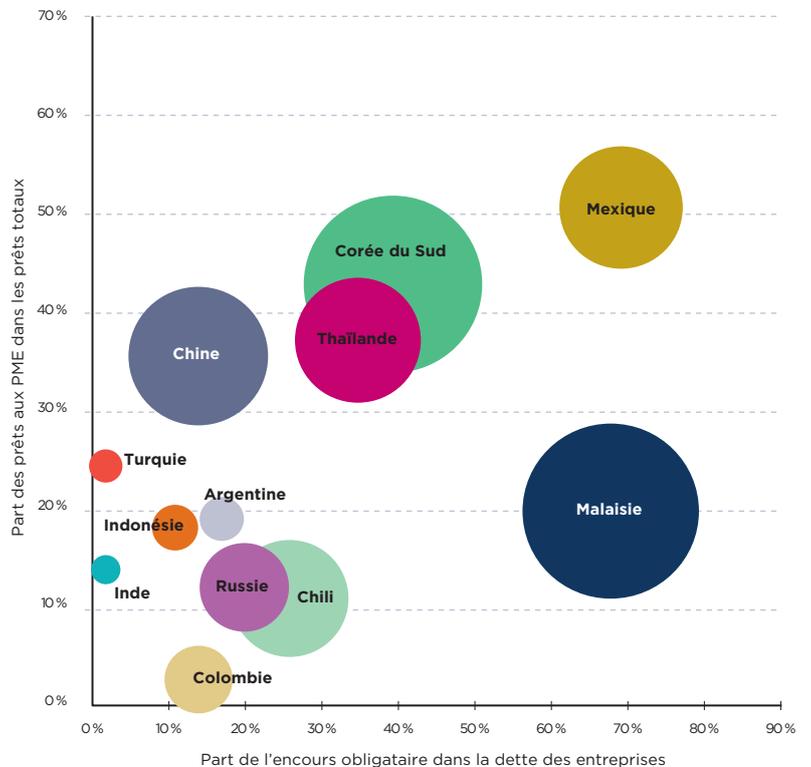
L'essor des marchés d'obligations a également des effets bénéfiques sur les entreprises qui continuent de se financer via d'autres modes de financement, notamment le crédit bancaire. Lorsque les plus grandes entreprises accroissent la part de financement obligataire dans leur dette, elles libèrent de l'espace dans le bilan des banques, augmentant ainsi leur capacité de prêt aux entreprises plus petites. De fait, la comparaison entre certains pays émergents illustre ce phénomène. En Thaïlande, le financement obligataire représente 35 % de la dette des entreprises et les PME 37 % des prêts bancaires, tandis qu'en Indonésie, les PME ne pèsent que 18 % des prêts bancaires pour une part du financement obligataire de 11 % dans la dette des entreprises. Il en est de même pour les pays d'Amérique latine, où par exemple près de 70 % de la dette des entreprises au Mexique proviennent de l'emprunt obligataire, permettant ainsi aux PME de représenter 51 % des prêts bancaires, alors que les proportions en Argentine sont respectivement de 17 % de la dette des entreprises et 19 % des prêts bancaires. Par ailleurs, l'effet sur le crédit aux PME est d'autant plus fort que les conditions financières sur les marchés internationaux sont attractives, rendant également, de manière symétrique, le crédit aux petites entreprises plus sensibles à une dégradation des conditions financières globales. Au Mexique par exemple, une hausse de 100 points de base de l'écart entre le coût de la dette sur les marchés internationaux et les conditions de crédit domestiques entraîne un effet d'éviction de l'ordre de 4 millions de pesos sur les nouveaux prêts accordés aux PME⁷.

En outre, d'après M. Aglietta⁸, des marchés obligataires développés donnent à une banque centrale des instruments plus sophistiqués pour mener sa politique monétaire. Dit autrement, la banque centrale n'est plus contrainte de mettre en œuvre des politiques

Graphique 1 :

Financement obligataire et prêts bancaires aux PME.

Taille des bulles = encours obligataire des entreprises rapporté au PIB.



Sources : FMI, BRI



Des marchés obligataires développés donnent à une banque centrale des instruments plus sophistiqués pour mener sa politique monétaire.



de contrôle strict du crédit (en fixant par exemple un niveau requis de réserves bancaires ou d'autres mesures pouvant fausser le fonctionnement du secteur bancaire et affecter la confiance des agents économiques). Elle est désormais en mesure de cibler l'inflation où les taux d'intérêt. Les courbes de taux de référence des marchés obligataires permettent en effet de collecter des informations quant aux anticipations d'inflation essentielles dans le suivi de cette cible. Un marché obligataire est aussi un pré-requis pour des produits financiers plus sophistiqués (dérivés, titrisation, etc.) permettant aux entreprises d'améliorer leur couverture des risques et favorisant ainsi leur investissement. En effet, la création d'un marché obligataire implique la formation d'une courbe de taux de référence qui rend ensuite la création d'instruments financiers sophistiqués possible pour les entreprises.

5/ Greenspan, A. (2000) : « *Global challenges* », allocation, Financial Crisis Conference, Council on Foreign Relations, New York, 12 juillet.

6/ Arteta C.O. (2005) : « *Does Bond Market Development help reduce the Cost of Crises? Evidence from Developing Countries* », Board of Governors of the Federal Reserve System, avril.

7/ Carabarin M., A. de la Garza, O. M. Moreno, *Global Liquidity and Corporate Financing in Mexico*, Banco de México (2015).

8/ Michel Aglietta (2007) : « *Developing the bond market in China : The next step forward in financial reform* », for the international conference « *Opening and innovation on financial emerging markets* », Pékin, mars.

ENCADRÉ 1

Le financement obligataire des entreprises en Thaïlande : un soutien à l'investissement ?

Si le financement obligataire a permis aux entreprises de diversifier leurs sources de financement et de sortir du « péché originel », il reste à savoir dans quelle mesure cela a permis de soutenir l'activité économique et notamment l'investissement. La littérature confirme l'effet positif des marchés obligataires d'entreprises sur l'activité économique. Par exemple, G. Fink, P. Haiss, H. Kirchner et U. Thorwartl⁹ analysent la relation entre le volume d'émission d'obligation et la croissance économique. En utilisant des données trimestrielles dans 15 économies avancées entre 1950 et 2000, ils concluent notamment que cette dernière est favorisée par le développement des marchés obligataires d'entreprises. Grjebine, Szczerbowicz et Tripier¹⁰ soulignent aussi que les sorties de récession sont plus rapides dans le cas d'économies avec une part importante d'obligations dans le financement total. D'autres travaux insistent sur les bienfaits, non pas seulement de la présence de différentes sources de financement mais aussi de leur équilibre dans la structure financière d'une économie. A. Garcia-Herrero et L. Cuadro-Saez¹¹ estiment qu'une structure financière plus équilibrée – en termes de taille du système bancaire par rapport

aux marchés de capitaux – est associée à une croissance économique plus importante. Ils ajoutent que les marchés de capitaux sont davantage un complément au financement bancaire qu'un substitut, ce qui est conforme à l'idée de Greenspan selon laquelle un marché obligataire sert de « roue de secours ».

Dans ce cadre, nous avons cherché à savoir s'il existe une relation entre la structure de financement des entreprises et l'investissement. Dans notre cas, la mesure de la diversification des sources de financement est caractérisée par la part des émissions obligataires dans la dette totale des entreprises. En d'autres termes, il s'agit de savoir si la substitution des prêts bancaires par le financement obligataire a eu une influence positive sur l'activité économique et notamment sur l'investissement.

Pour ce faire, nous avons choisi de nous focaliser sur la Thaïlande qui a connu une croissance significative de son marché obligataire depuis les années 2000. En plus de notre variable sur la part du financement obligataire (o_t), nous avons identifié un certain nombre de facteurs pouvant influencer l'investissement (i_t) dans ce pays. Les variables retenues sont le taux d'inflation (p_t), les termes

de l'échange (t_t) et le taux d'utilisation des capacités de production (u_t). Nous disposons de données trimestrielles pour toutes nos variables, débutant au premier trimestre 2000 jusqu'au dernier trimestre 2016.

$$\Delta i_t = -1,46\Delta p_{t-3} + 0,77\Delta t_{t-4} + 0,39\Delta u_t + 0,025\Delta o_t + \varepsilon_t$$

Nous avons réalisé une régression linéaire multiple permettant d'expliquer les variations de l'investissement en fonction des autres variables de notre modèle. Les résultats du modèle suggèrent une relation positive et significative entre la part des obligations dans le financement total des entreprises et l'investissement. Plus la part du financement obligataire est élevée, plus l'investissement augmente. La faiblesse de la valeur du coefficient associé à cette variable s'explique notamment par le fait que beaucoup d'autres variables expliquent également les décisions d'investissements des entreprises. De même, les coefficients des autres variables confirment que l'inflation joue un rôle négatif sur l'investissement, alors que le taux d'utilisation des capacités de production ainsi que les termes de l'échange ont plutôt une influence positive sur l'investissement.

■ ■ ■ Depuis 2008, l'attrait des investisseurs internationaux pour les pays émergents en général et leurs marchés d'obligations en particulier a augmenté

Outre ces facteurs structurels, l'essor des marchés obligataires résulte aussi de dynamiques plus conjoncturelles influant sur les décisions d'investissement des investisseurs internationaux. La crise de 2008-2009, qui émane des États-Unis en particulier et des économies avancées en général, a en effet poussé les investisseurs, à la fois publics et privés, à diversifier leurs investissements au profit des pays émergents. La chute de la croissance dans les économies avancées et l'assouplissement des politiques monétaires qui en a découlé a alors incité des investisseurs internationaux à favoriser des classes d'actifs émergents en raison des écarts de croissance et de taux d'intérêt.

Du côté des investisseurs publics, les banques centrales ont ainsi diversifié leurs réserves de change : d'après les données du FMI¹², la part des devises autres que le dollar américain, l'euro, le yen, la livre

sterling, le franc suisse, le dollar canadien et le dollar australien (c'est-à-dire quasi exclusivement des devises émergentes) est passée de 2,2 % en deuxième trimestre 2008 à 5,9 % au troisième trimestre 2011. Outre les banques centrales, la même tendance a été observée parmi les autres types d'investisseurs souverains de la région, c'est-à-dire les fonds souverains¹³, les fonds de pension publics ainsi que les grandes entreprises publiques, même si peu de données permettent de le confirmer.

9/ Fink G., Haiss P., Kirchner H. and Thorwartl U. (2005) : « Financing through Bond Issues and the Nexus with Economic Growth », European Institut Working paper Nr. 68, septembre.

10/ Thomas Grjebine, Urszula Szczerbowicz & Fabien Tripier (2014) : « Corporate Debt Structure and Economic Recoveries », document de travail du CEPII No 14-119.

11/ A. Garcia-Herrero et L. Cuadro-Saez (2008) : « Finance for growth: does a balanced financial structure matter ? », BIS Research Paper

12/ Source: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS)

Cette hausse de la demande d'actifs financiers des pays émergents et des obligations d'entreprise en particulier émane aussi d'investisseurs privés. Les études récentes tendent en effet à montrer que les investisseurs institutionnels n'avaient jusqu'à la crise de 2008-2009 pas encore adopté d'approche globale dans leurs stratégies d'investissement, si bien que les actifs des marchés émergents dans leur ensemble restaient sous-pondérés dans leurs portefeuilles. Or, une réallocation d'une très faible part des actifs sous gestion des marchés avancés vers les marchés émergents aurait un effet important sur ces derniers. Ainsi, dans son rapport mondial sur la stabilité financière d'octobre 2010, le FMI soulignait que les actifs des marchés émergents ne représentaient que 2 à 7 % des portefeuilles des investisseurs institutionnels du G4¹⁴. Une réallocation d'un point de pourcentage des actifs (qui sont de l'ordre de 50 000 milliards de dollars) de ces investisseurs

institutionnels vers des titres obligataires ou d'actions des marchés émergents engendrerait en effet des flux de l'ordre de 485 milliards de dollars vers les marchés émergents, soit davantage que l'ensemble des flux de portefeuille vers les pays émergents enregistrés en 2007 (424 milliards de dollars), année d'avant crise record en la matière.

13/ En théorie, les fonds détenus par les fonds souverains sont à distinguer des réserves de changes des banques centrales : les premiers ont pour but de maximiser le rendement de leurs actifs sur le long terme, tandis que les réserves de change ont une mission de stabilisation et de gestion de la liquidité à court terme. En pratique, la littérature ne parvient pas à justifier les réserves de change accumulées par les banques centrales émergentes (et notamment asiatiques) par le seul besoin d'assurance en cas de crise à court terme (Hashimoto Y. (2008) : « *Too much for Self-Insurance? Asian Foreign Reserves* », Hong Kong Institute for Monetary Research, Document de travail No 8/2006).

14/ États-Unis, zone euro, Japon et Royaume-Uni.

2 ENDETTEMENT CROISSANT DES ENTREPRISES DEPUIS LA CRISE

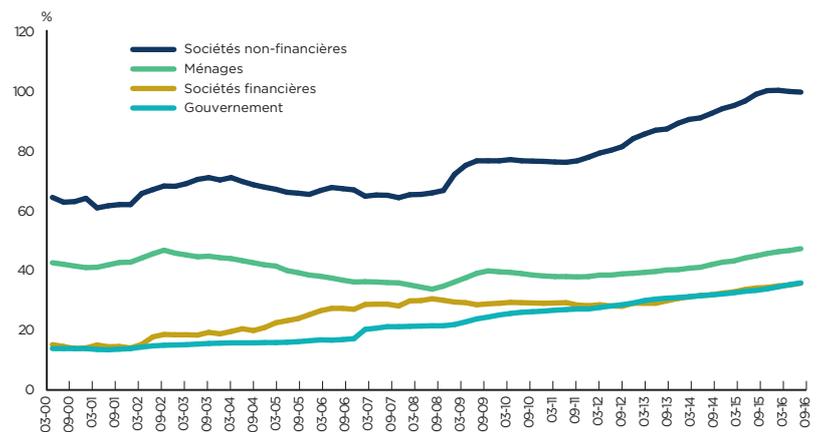
L'endettement des entreprises reste dominé par le crédit bancaire

La dette des entreprises dans les pays émergents connaît une progression continue depuis le début des années 2000, avec une accélération significative depuis la crise financière de 2008. Le montant de cette dette a même été multiplié par quatre entre 2008 et 2017, soit une hausse de près de 25 points de pourcentage du PIB (voir graphique 2). Ainsi, le niveau d'endettement des entreprises surpasse largement celui des autres secteurs de l'économie.

L'endettement des entreprises est le plus élevé en Asie émergente avec 133 % du PIB en 2016, dans une large mesure en raison de la Chine (166 % du PIB, voir graphique 3).

La dette libellée en devise étrangère représente une part non négligeable de l'endettement total des entreprises. Dans certains pays, comme la Hongrie, la Turquie ou le Mexique, elle atteint près de 50% exposant davantage les entreprises de ces pays au risque

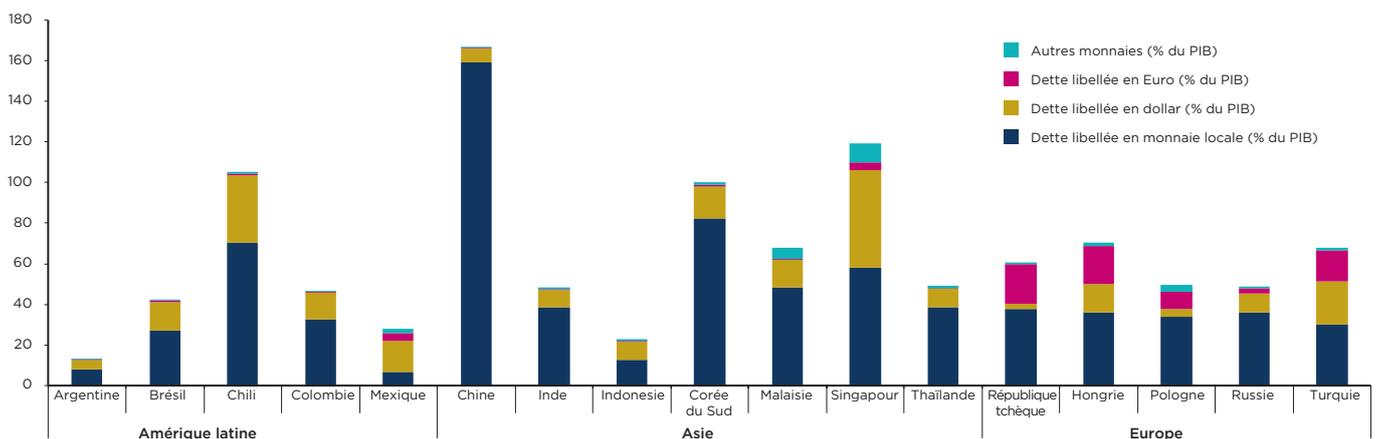
Graphique 2 : Dette des pays émergents par secteur (% du PIB)



Source : IFI

de change. La majorité de cette dette est libellée en dollar, sauf en Europe émergente.

Graphique 3 : Dette des entreprises par devise



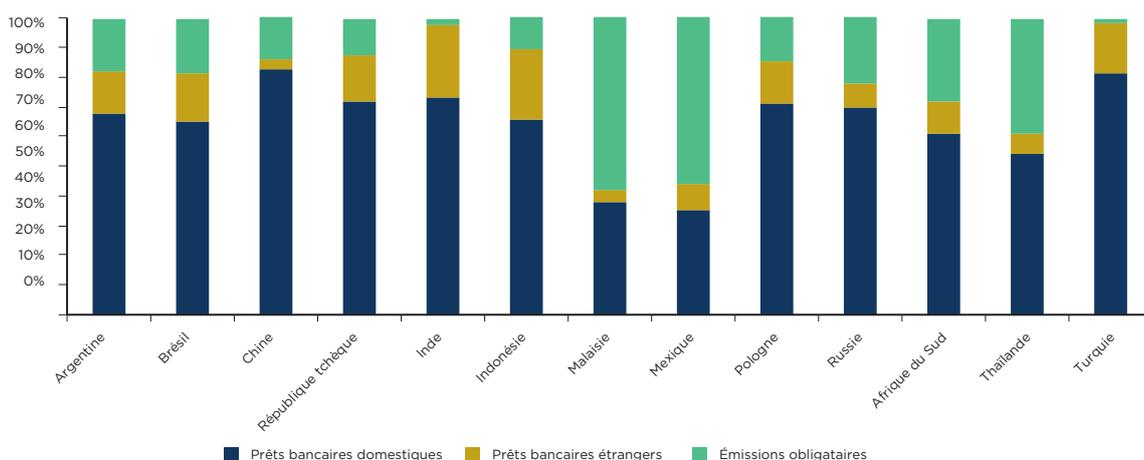
Sources : BRI, IFI



La source de financement privilégiée par les entreprises reste majoritairement le crédit bancaire et plus particulièrement les prêts provenant des banques domestiques. En moyenne, le financement par crédit bancaire dans les pays émergents représente près de 70 % de la dette totale des entreprises (voir

graphique 4). L'interdépendance entre les banques et les entreprises domestiques est forte dans la plupart des pays. Pour preuve, près de 50 % de l'offre de crédit bancaire dans les pays émergents est destinée aux entreprises non-financières contre 40 % et 10 % pour les ménages et l'État.

Graphique 4 :
Composition de la dette des entreprises (% du total)



Sources : BRI, FMI, Coface

Une forte croissance du financement obligataire au bénéfice des entreprises

Mais si l'endettement des entreprises reste principalement bancaire dans les pays émergents, les encours obligataires y ont crû fortement depuis la crise de 2008-2009 (voir graphique 5). Les entreprises chinoises contribuent largement à cette croissance.

En Asie, cette croissance soutenue a surtout été permise par l'essor des marchés domestiques. En Malaisie et en Thaïlande par exemple, l'endettement

des entreprises sur le marché domestique a bénéficié d'une taille de marché initialement élevée, respectivement 31,2 % du PIB et 10,2 % du PIB en 2008, pour atteindre 34,2 % et 17,8 % du PIB début 2017. En revanche, à l'exception du Brésil, les entreprises latino-américaines ont principalement émis des obligations sur les marchés internationaux au cours de cette période face au manque de liquidité de leurs marchés domestiques, au sein desquels les volumes échangés demeurent faibles¹⁵. Au premier trimestre 2017 (voir graphique 6), l'encours obligataire des entreprises sur les marchés internationaux atteint ainsi 12,5 % du PIB au Mexique et 16,7 % du PIB au Chili.

Graphique 5 :
Croissance annuelle de l'encours obligataire des entreprises dans les principaux pays émergents



Sources : BRI, calculs Coface.

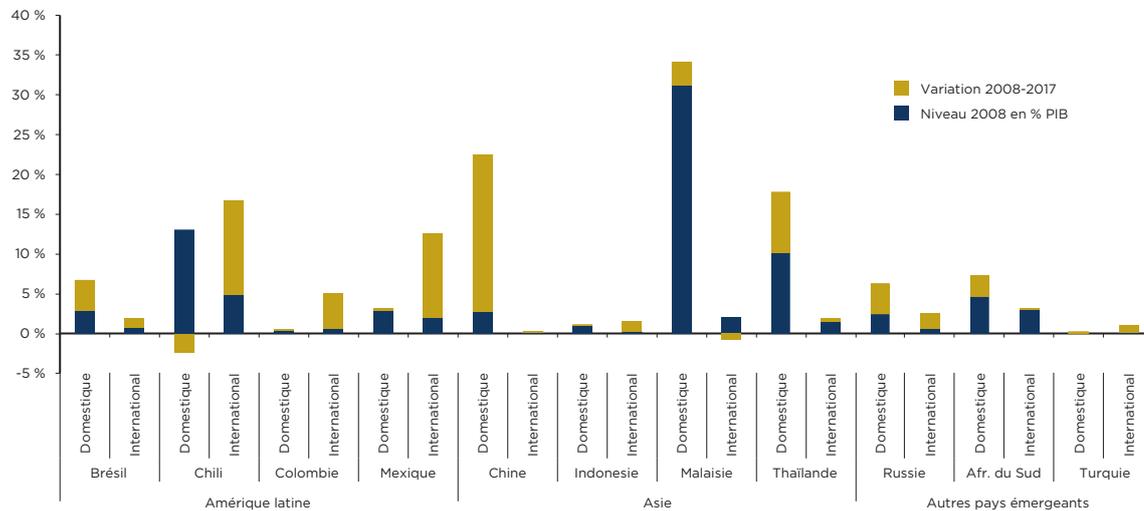
15/ Vtyurina S., A. Robles, B. Sutton, A License to issue (Anywhere): Patterns and Drivers of Corporate Bonds in Latin America, IMF Working Paper WP17/157 (juillet 2017).

* Amérique latine : Argentine, Brésil, Mexique, Chili

** Asie émergente : Thaïlande, Philippines, Singapour, Malaisie, Corée du Sud

*** Autres pays émergents : Russie, Turquie, Afrique du Sud, République tchèque, Pologne, Hongrie, Israël

Graphique 6 :
Encours obligataire des entreprises en fonction des marchés d'émission

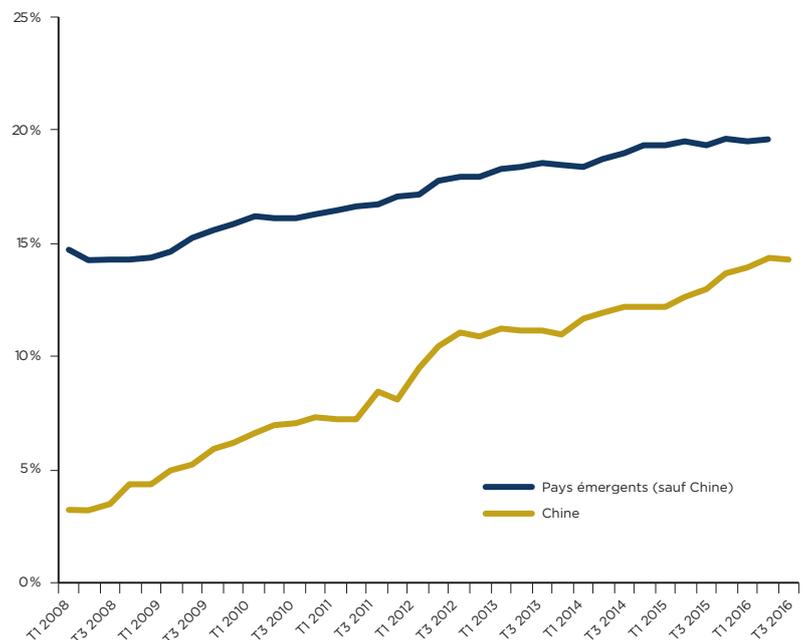


Sources : BRI, calculs Coface.

Cette croissance des émissions obligataires étant en moyenne plus forte que celle du crédit bancaire sur la période 2009-2017, la part des obligations dans la dette totale des entreprises a augmenté dans les pays émergents. Alors que l'essentiel de la hausse s'est produit entre 2009 et 2013, la part du financement obligataire dans la dette des entreprises est passée de 14 % en 2008 à 20 % en 2016 (voir graphique 6), illustrant ainsi la diversification des sources de financement et réduisant la dépendance au secteur bancaire.

L'essor du financement obligataire dans le monde émergent s'illustre aussi par l'entrée de nouveaux émetteurs sur ces marchés. En Amérique latine par exemple, le nombre d'entreprises émettant une obligation a été multiplié par cinq entre 2008 et 2016 en Argentine et par quatre au Brésil¹⁶. De fait, la hausse du nombre d'émetteurs a été plus forte dans les pays qui ont assisté au développement de leur marché obligataire domestique. C'est notamment le cas du Brésil, où le marché domestique a augmenté de près de quatre points de PIB entre 2008 et 2016 et où la part des primo-émetteurs, c'est-à-dire des émetteurs n'ayant jamais accédé au marché obligataire auparavant, représente plus d'un tiers du total des émetteurs en 2016.

Graphique 7 :
Part des obligations dans la dette totale des entreprises



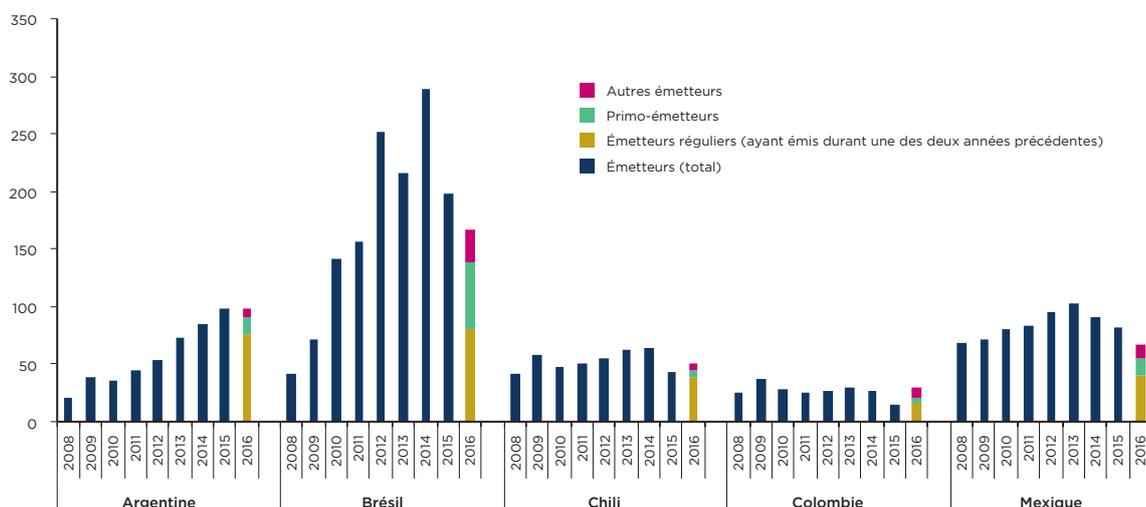
Sources : BRI, calculs Coface.

16/ La croissance du nombre d'émetteurs a été davantage circonscrite à la période 2009-2013 au Mexique et au Chili, où le nombre d'émetteurs est respectivement passé de 69 en 2008 à 102 en 2013 et de 41 à 62.

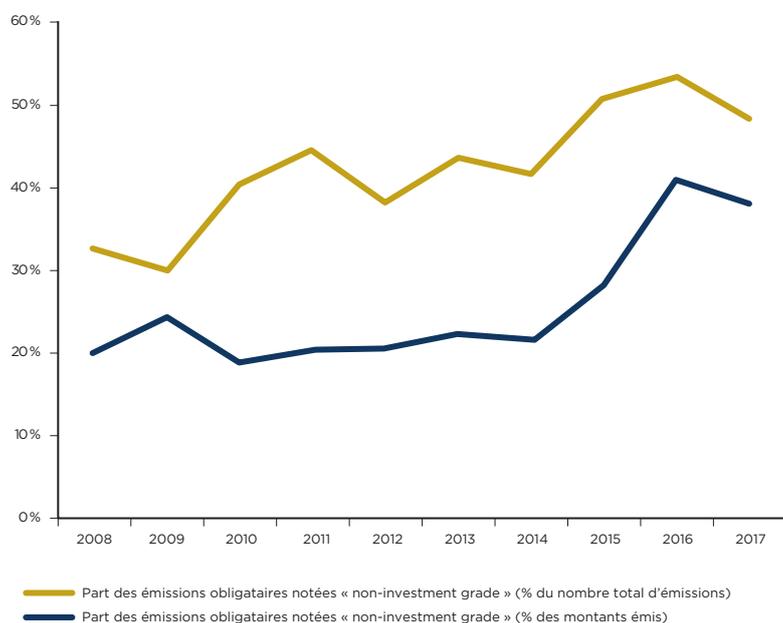


La part du financement obligataire dans la dette des entreprises est passée de 14 % en 2008 à 20 % en 2016 illustrant ainsi la diversification des sources de financement.



Graphique 8 :
 Nombre d'émetteurs dans les principaux pays d'Amérique latine


Sources : Bloomberg, calculs Coface.

Graphique 9 :
 Évolution des notations des émissions obligataires dans les pays émergents


Sources : Bloomberg, calculs Coface.

Une autre conséquence du développement des marchés obligataires a été la diversification du profil des émetteurs, avec une hausse importante de la part des émetteurs de qualité inférieure, définis par opposition aux émetteurs classés en catégorie investissement (« investment grade ») : en 2017, les émetteurs non notés « investment grade » représentent 43 % des émissions et 38 % des montants émis, contre respectivement 30 % et 24 % en 2009. Pour autant, il convient de distinguer deux périodes. Entre 2009 et 2013, l'élargissement de l'accès au financement obligataire a permis l'entrée de nouveaux émetteurs de moins bonne qualité sur le marché parallèlement à la hausse des montants émis par les émetteurs déjà présents. Ainsi, si la part des émissions de qualité inférieure a augmenté par rapport au nombre d'émissions totales (de 30 % en 2009 à 43 % en 2013), leur part dans les montants émis est restée à un niveau stable (24 % en 2009 et 22 % en 2013). En revanche, entre 2014 et 2016, la part des émetteurs de qualité inférieure a augmenté à la fois par rapport au nombre d'émissions (de 41 % en 2014 à 53 % en 2016) et par rapport aux montants émis (de 21 % en 2014 à 40 % en 2016), témoignant d'un mouvement général de dégradation des notations sur les marchés à partir de 2014 lorsque le ternissement de la situation macroéconomique des pays émergents a commencé à se manifester.



Une autre conséquence du développement des marchés obligataires a été la diversification du profil des émetteurs.



3 LE FINANCEMENT OBLIGATAIRE DES ENTREPRISES : UN ATOUT EN PÉRIODE DE CRISE ?

Le rôle central joué par les banques dans le financement des entreprises les rend vulnérables aux changements de conditions de crédit bancaire (voir graphique 10). En effet, le crédit bancaire au secteur privé non-financier s'est contracté dans les pays émergents pendant la crise de 2008-2009, puis à nouveau en 2015 et 2016. Ces deux épisodes confirment que la dynamique du crédit bancaire est par nature pro-cyclique. D'un côté, le tassement des revenus des entreprises lié au ralentissement de l'activité induit une moindre demande de prêt. De l'autre, la dégradation de la situation financière des entreprises est susceptible de conduire les banques à mener des politiques plus prudentes en matière d'octroi de crédit.

Dans ces périodes de conditions de crédit bancaire plus strictes, le financement par obligation peut donc être une « roue de secours », une alternative pour les entreprises (voir partie I). Nous avons comparé l'évolution de la croissance du crédit bancaire au secteur privé non-financier¹⁷ et celle des encours des obligations d'entreprise¹⁸ dans 16 pays¹⁹. Nous nous intéressons en particulier à la période récente marquée par une dégradation des conditions économiques dans beaucoup de pays émergents ayant eu pour effet une contraction du crédit bancaire. À noter que pour la Chine et l'Inde, il n'y a eu aucune contraction du crédit sur la période récente, ne permettant donc pas d'analyser un quelconque effet roue de secours (cf. graphiques en annexe). Pour les autres pays, nous avons choisi trois critères permettant d'établir la présence et le type de « roue de secours » à l'œuvre lors des périodes de contraction du crédit : 1) si la croissance des encours obligataires d'entreprises est positive lors d'une période de contraction du crédit bancaire d'au moins deux trimestres consécutifs ; 2) si les encours obligataires domestiques représentent plus de 50 % des émissions totales ; 3) si la croissance des émissions obligataires domestiques est plus rapide que celle des émissions internationales. Le premier critère permet de déduire la présence d'un effet « roue de secours » et les deux autres critères concernent le type d'émissions ayant permis la substitution des prêts bancaires par les obligations d'entreprise.

L'analyse de ces 3 critères permet d'identifier trois groupes de pays : les pays où le marché obligataire domestique joue le rôle de « roue de secours » pour les entreprises, c'est le cas pour la Thaïlande, l'Indonésie, la Pologne, la République tchèque, la Hongrie et l'Argentine ; les pays dans lesquels la « roue de secours » se matérialise via l'émission d'obligations

Graphique 10 :
Taux de croissance des prêts bancaires au secteur privé non-financier dans les pays émergents



Source : FMI



Le rôle central joué par les banques dans le financement des entreprises les rend vulnérables aux changements de conditions de crédit bancaire.



sur le marché international comme au Mexique, au Chili, en Turquie et en Colombie ; et enfin les pays où ni le marché domestique ni le marché international n'ont servi de « roue de secours ». C'est le cas au Brésil, en Russie, en Afrique du Sud et en Malaisie.

Dans le premier groupe de pays, la croissance du marché obligataire n'a pas été négative lorsque le crédit bancaire a baissé, la croissance des émissions obligataires domestiques a été plus rapide et la part des encours obligataires émis sur le marché domestique est majoritaire (plus de 60 % pour la République tchèque et 86 % pour la Thaïlande). Nous concluons ainsi que dans ces pays le marché obligataire domestique a joué son rôle de « roue de secours » pour les entreprises.

17/ Source : BRI ; cet indicateur inclut également les prêts aux ménages mais a été conservé par souci de comparabilité entre les pays et car il reflète les tendances d'octroi de crédit par les banques domestiques.

18/ Source ; BRI.

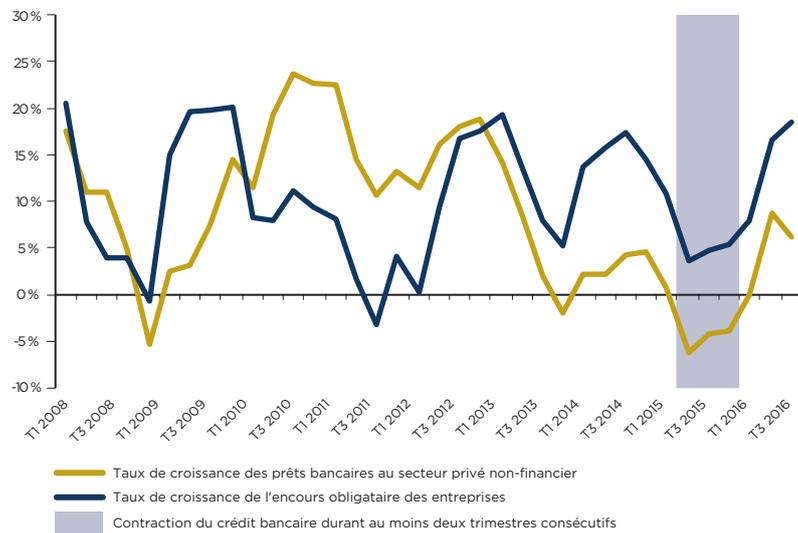
19/ Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pologne, République tchèque, Russie, Thaïlande, Turquie.



La Thaïlande illustre ce cas de figure. La forte croissance du financement obligataire depuis la crise financière de 2008 a rendu ce marché plus liquide. Le marché obligataire thaïlandais a en effet connu une des croissances les plus rapides au sein des pays asiatiques, passant de 10 % à 18 % du PIB entre 2009 et 2016. Le financement des entreprises sur ce marché s'est alors largement approfondi et diversifié, notamment en ce qui concerne les secteurs émetteurs et le profil des investisseurs. En effet, l'arrivée de nouveaux émetteurs a induit une concentration moins forte du marché obligataire, de sorte que le top 10 des émetteurs représente 30 % des émissions totales en 2016 alors qu'il représentait 37 %

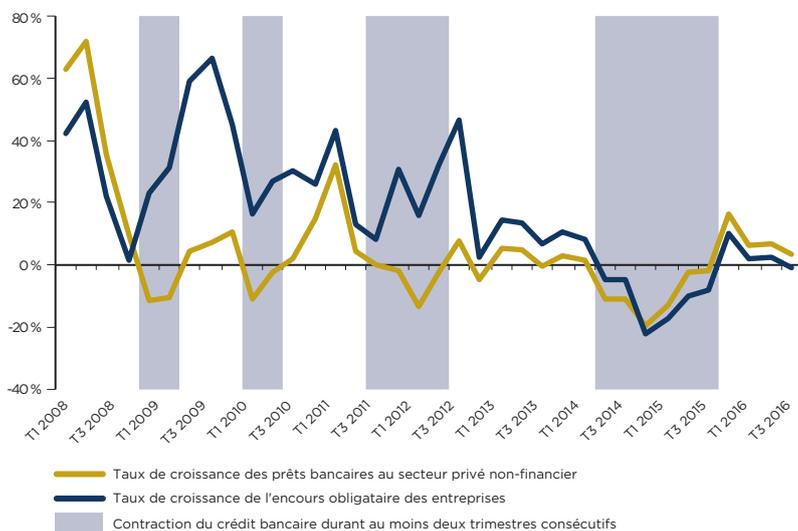
en 2009. Les entreprises émettrices sont donc de plus en plus nombreuses (50 en 2009, contre 205 en 2016) et proviennent de secteurs de plus en plus diversifiés, qui reflètent davantage les secteurs les plus dynamiques de l'économie du pays, tels que l'agroalimentaire, la construction, l'énergie ou le commerce. Les projets ayant une maturité longue (supérieure à cinq ans) représentent également une part de plus en plus importante des émissions totales, illustrant l'essor du financement obligataire pour des investissements de plus long terme. Enfin, la part du financement obligataire des entreprises pour des raisons de refinancement ne constitue que 5 % du total des émissions obligataires, contre 20 % en moyenne dans les autres pays asiatiques sur la même période, signe que ce type de financement a dans une large mesure été utilisé pour financer des projets d'investissement et donc favorisé la croissance (voir encadré p. 4).

Graphique 11 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire en Thaïlande



Sources : BRI, FMI, calculs Coface

Graphique 12 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire en République tchèque



Sources : BRI, FMI, calculs Coface

Outre plusieurs pays asiatiques, cette catégorie inclut quelques marchés d'Europe émergente dont la République tchèque. Au sein de cette région, les périodes de contraction du crédit bancaire sont différentes de celles des autres émergents. En effet, le crédit s'est contracté au moment de la crise financière de 2008, de la crise des dettes souveraines en zone euro, et donc pas seulement de 2014 à 2016 comme la plupart des autres émergents. Au cours de ces deux périodes de contraction, la République tchèque a connu un développement contra-cyclique de son marché obligataire domestique, illustrant un effet « roue de secours ». Deux explications peuvent être apportées à ce phénomène.

Tout d'abord, la nature du choc sur le crédit a une influence sur l'apparition d'une substitution entre les sources de financement, traduisant une compensation par l'emprunt obligataire. En effet, lorsque la contraction du crédit est due à des facteurs liés à l'offre de crédit, les entreprises se tournent davantage vers le marché obligataire pour se financer. C'est le cas lors de la crise financière de 2008 et de la crise des dettes souveraines où les banques ont resserré leurs conditions et leurs offres de crédit en raison des pertes qu'elles ont subies au cours de ces périodes.

En outre, cette situation s'observe uniquement dans les pays où le marché obligataire domestique possède des caractéristiques propices à la substitution du crédit par les obligations, comme c'est le cas en République tchèque. La première raison concerne la taille conséquente du marché domestique (12 % du PIB) ainsi que la part des émissions en monnaie locale qui est la plus importante d'Europe émergente (60 % du total). Par ailleurs, la maturité des émissions est également la plus longue de la zone (14 ans en moyenne pour les émissions domestiques) permettant ainsi aux entreprises de financer en monnaie locale des projets d'investissements de plus long terme en période de restrictions de l'offre de crédit par les banques.

Le second cas de figure concerne les pays dans lesquels les entreprises ont pu en partie compenser les moindres financements bancaires par des émissions d'obligations. Mais à la différence de la première catégorie, ce sont surtout les émissions obligataires sur les marchés internationaux qui ont été utilisées comme « roue de secours » (critère 2 et 3 non respectés). En effet, les émissions obligataires internationales ont été plus dynamiques que les émissions domestiques et elles représentent une part plus importante dans les émissions totales. Pour les entreprises chiliennes, colombiennes et mexicaines, lorsque les conditions de financement globales sont devenues très attractives, l'emprunt obligataire sur les marchés internationaux a été d'autant plus conséquent que les marchés domestiques étaient restreints et que ceux-ci ont conservé une dynamique pro-cyclique lors de la contraction du crédit. Si ces développements ont apporté un soutien à la situation financière des entreprises en permettant le refinancement de leur dette à de meilleures conditions, notamment un taux réduit et une maturité plus longue, ils marquent également une forme de retour au « péché originel » et augmentent le risque de change associé à l'endettement extérieur.



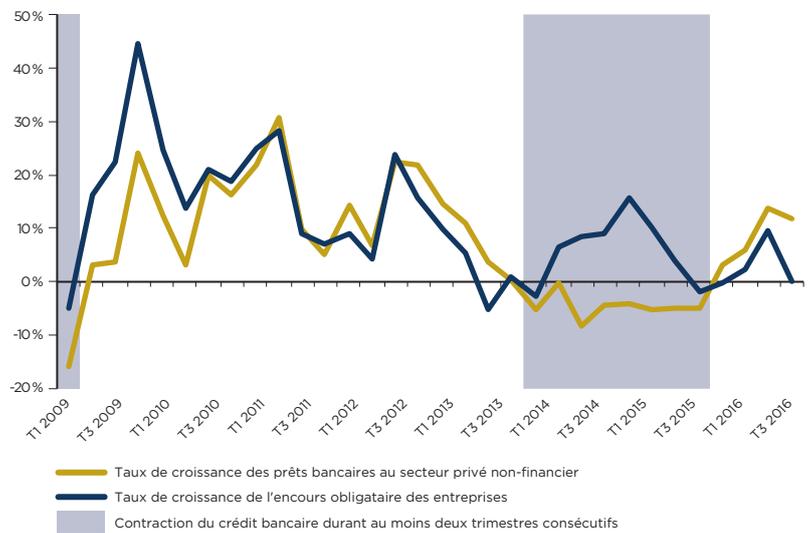
La nature du choc sur le crédit a une influence sur l'apparition d'une substitution entre les sources de financement, traduisant une compensation par l'emprunt obligataire.



De fait, au Chili, en Colombie et au Mexique, la hausse de l'emprunt obligataire lors de la contraction du crédit en 2014 a eu un effet relativement limité sur l'activité et invite à nuancer le rôle contra-cyclique de l'endettement obligataire lorsque celui-ci s'est opéré sur les marchés internationaux. Dans le cas du Mexique, le décalage entre les besoins et les coûts de financement a provoqué un désajustement entre les rythmes de croissance de l'endettement des entreprises et de l'investissement, notamment à partir de 2013 (graphique 14). En comparaison avec les marchés obligataires domestiques, le financement sur les marchés internationaux est par ailleurs davantage associé à des opérations de refinancement²⁰ et à l'investissement dans des actifs liquides²¹ qu'à des dépenses en capital.

Alors que l'effet sur l'investissement semble pour le moins limité, le rôle stabilisateur sur l'activité du financement obligataire international réside peut-être plus dans la forme d'intermédiation financière assurée par les entreprises émettrices. En plus d'offrir aux banques des conditions de financement avantageuses, les émissions obligataires internationales

Graphique 13 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire au Chili



Sources : BRI, FMI, calculs Coface

Graphique 14 :
Désajustement entre l'endettement et l'investissement au Mexique.
(base 100 = T1 2010)



Sources : Banco de México, BRI, calculs Coface.

20/ Concernant les émissions obligataires en dollars des entreprises non-financières mexicaines, la part du refinancement est passée de 13 % en 2010 à 36 % en 2016 (sources : Bloomberg, calculs Coface).

21/ Moreno R. and J. M. Serena, « Domestic financial markets and offshore bond financing » in BIS Quarterly review (septembre 2016).





tendent à augmenter les dépôts bancaires des entreprises non-financières²² et limitent ainsi à double titre la réduction de l'offre de crédit en période de contraction. Selon Powell (2014), ce lien entre les émissions obligataires sur les marchés internationaux²³ et le crédit bancaire est particulièrement fort dans les pays d'Amérique latine, où une hausse d'un milliard de dollars de l'encours obligataire des entreprises sur les marchés internationaux entraîne une augmentation du crédit bancaire de 100 millions de dollars. Depuis 2008, les dépôts des entreprises non-financières ont d'ailleurs crû plus rapidement que les dépôts bancaires des ménages. Au-delà du risque lié à l'endettement extérieur, d'autres risques apparaissent alors. Comme en témoigne l'exemple du Japon à la fin des années 1980²⁴, l'impact sur les

au comportement pro-cyclique du financement obligataire peuvent être avancées.

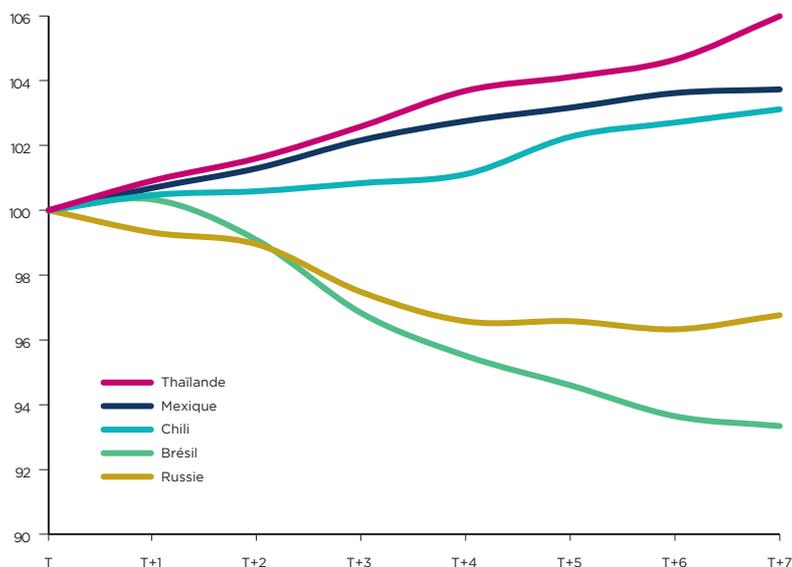
D'une part, dans les pays concernés, l'ampleur de la contraction a été si grande que l'effet demande l'a emporté sur la contraction de l'offre de crédit : la chute de la demande de financement consécutive à la baisse de l'activité des entreprises a affecté de manière homogène l'ensemble des sources de financement, parmi lesquelles l'emprunt obligataire, réduisant ainsi l'offre d'obligations.

D'autre part, la demande d'obligations des investisseurs a été sévèrement impactée par la récession pour au moins deux raisons. La magnitude du choc a réduit la demande de la part des investisseurs internationaux et entraîné une fuite des capitaux. En Russie par exemple, sous l'effet de la baisse du prix du pétrole et du gaz - certes conjugué à celui des sanctions internationales, le solde des flux de portefeuille a atteint en 2014 des niveaux négatifs comparables à ceux enregistrés lors de la crise financière de 2008. Aussi lorsque le profil des investisseurs sur le marché obligataire domestique des entreprises est insuffisamment diversifié et se compose principalement d'investisseurs institutionnels comme c'est le cas au Brésil²⁵, la demande d'obligations est beaucoup plus élastique au changement de notations. Ainsi, lorsque les notations des émetteurs sur les marchés financiers se sont considérablement dégradées en 2014 au moment de l'entrée en récession, la demande d'obligations a été contrainte par les exigences réglementaires particulières des investisseurs institutionnels en termes d'allocation d'actifs.

Au final, si l'essor significatif de ce mode de financement sur la période récente devait théoriquement offrir une « roue de secours » au moment du ralentissement de 2014, la réalité a été plus contrastée selon les pays. Inexistant dans les pays les plus affectés par l'altération des conditions macroéconomiques en 2014, l'effet « roue de secours » apparaît différencié selon que les entreprises émettent davantage sur le marché obligataire domestique ou bien sur le marché international.

Graphique 15 :

Évolution du PIB au cours de la période de contraction du crédit de 2014
(base 100= dernier trimestre avant la contraction, identifié pour chaque pays)



Sources : Statistiques nationales, calculs Coface.

dépôts bancaires des entreprises d'un financement obligataire accru sur les marchés internationaux augmente la sensibilité du système bancaire domestique aux conditions financières globales. Dès lors, une altération des conditions financières sur les marchés internationaux affecte non seulement les entreprises qui émettent des obligations sur ces marchés ainsi que les entreprises qui se financent exclusivement via le crédit bancaire domestique, en particulier les petites et moyennes entreprises.

Enfin, dans la troisième catégorie figurent les pays dans lesquels ni le marché obligataire domestique ni le marché international n'ont offert d'alternative aux entreprises locales à partir de 2014. Alors que la baisse du cours des matières premières s'est traduite dans ces grands pays émergents par une contraction de l'activité bien plus que par un ralentissement (graphique 15), l'emprunt obligataire des entreprises a conservé une dynamique pro-cyclique, à l'image de leur évolution lors des contractions précédentes du crédit bancaire. Affectant à la fois l'offre d'obligations de la part des entreprises et la demande d'obligations des investisseurs, plusieurs explications

22/ Shin H. S., L. Zhao, Firms as surrogate intermediaries: evidence from emerging economies, Asian Development Bank working paper (2013).

23/ Powell A., Global Recovery and Monetary Normalization: Escaping a Chronicle Foretold?, Latin American and Caribbean Macroeconomic Report, Inter-American Development Bank (2014).

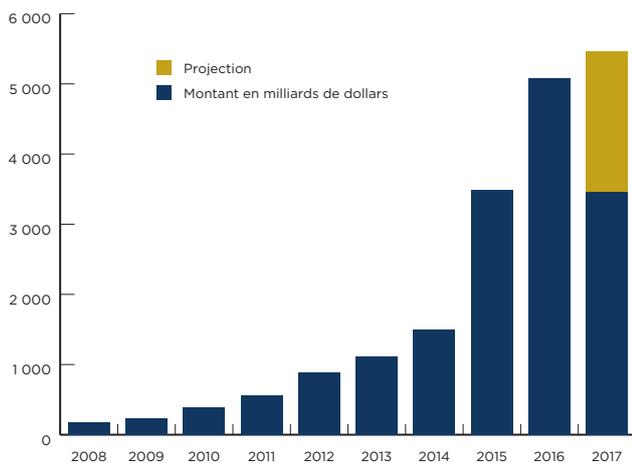
24/ Hattori M., H. S. Shin and W. Takahashi, « A financial system perspective on Japan's experience in the late 1980s », IMES Discussion papers, Bank of Japan (2009).

25/ Vtyurina S., A. Robles, B. Sutton, A License to issue (Anywhere) : Patterns and Drivers of Corporate Bonds in Latin America, IMF Working Paper WP17/157 (juillet 2017).

ENCADRÉ 2

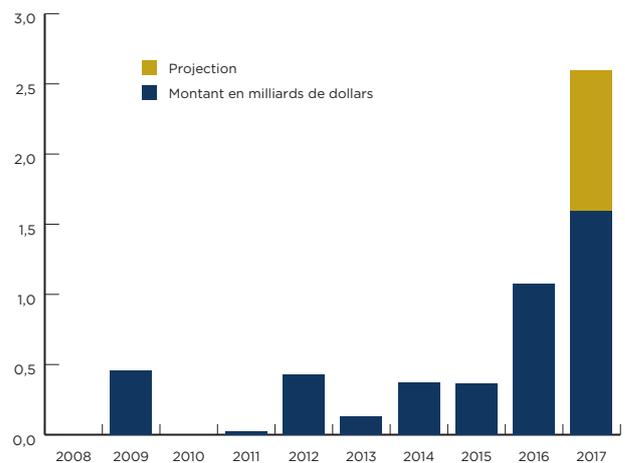
La croissance rapide du marché obligataire chinois : faut-il s'en inquiéter ?

Graphique 16 : Émissions obligataires des entreprises en Chine



Source : Bloomberg

Graphique 17 : Défauts sur des obligations d'entreprises en Chine



Source : Bloomberg

Le marché obligataire chinois s'est développé très rapidement au cours des dernières années. Les entreprises ont émis 5 100 milliards de dollars d'obligations en 2016, soit une augmentation de 45% par rapport à 2015, ce qui en fait le troisième plus grand marché obligataire au monde. Le montant total des obligations en circulation équivaut à 9 000 milliards de dollars, en faisant également l'un des marchés financiers les plus suivis de ce panorama. Ce marché présente à la fois des risques et des opportunités.

Concernant les risques, il est possible que la croissance sans précédent des émissions d'obligations d'entreprises se transforme en une bulle d'actifs. Des déséquilibres sont apparus en raison d'un surcroît de liquidité, créant une bulle immobilière et une augmentation de la dette des entreprises. Ce regain de liquidité remonte à 2008, lorsque les autorités chinoises ont entrepris un plan de relance massif, estimé à 4 000 milliards de RMB (650 milliards de dollars), afin de stimuler la demande intérieure et de compenser des conditions économiques défavorables sur le plan mondial. La dette des entreprises monopolise l'attention des observateurs, puisqu'elle s'élève actuellement à environ

200% du PIB, un niveau très élevé selon les normes internationales. L'explosion du marché obligataire domestique peut être expliquée par la volonté des autorités de réorienter les besoins de financement des entreprises vers les marchés financiers plutôt que vers les emprunts bancaires. Ce n'est pas la première tentative de rééquilibrage des sources de financement des entreprises en Chine. Avant les obligations, une autre classe d'actifs a subi les conséquences de cette politique. En 2015, les autorités chinoises avaient déjà désigné le marché boursier comme une source de financement alternative pour les entreprises fortement endettées. Ce marché - qui a déjà souffert d'une tendance baissière prolongée - a bénéficié du soutien du gouvernement. Cependant, il s'est brusquement interrompu lorsque les autorités ont dû intervenir pour réduire les niveaux excessifs de dette des entreprises. Les acteurs financiers utilisant ce mécanisme pour investir dans les marchés boursiers ont été incités à corriger leur position, entraînant une forte baisse des indices boursiers.

Le marché obligataire offre également de nombreuses opportunités. Certains changements récents concernant sa libéralisa-

tion sont à noter. Il a notamment été ouvert aux investisseurs étrangers avec la création d'un lien entre Hong Kong et Shanghai en juin 2017. En outre, les investisseurs institutionnels étrangers ont été autorisés à accéder au marché interbancaire de Chine continentale en février 2016. Le nombre de défauts est passé de 7 en 2016 à 15 sur la première partie de l'année 2017 (respectivement 1,1 et 1,6 milliard de dollars), ce qui met fin à l'hypothèse selon laquelle les obligations d'entreprises étaient implicitement garanties par l'Etat. Néanmoins, le montant des défauts reste faible par rapport à la taille conséquente du marché. Parmi ceux qui ont été défaillants, aucun d'entre eux n'était évalué par les trois grandes agences de notation. La principale raison est que, contrairement à d'autres pays émergents, le marché obligataire domestique chinois reste majoritairement fermé aux investisseurs étrangers. Cette libéralisation devrait contribuer à la substitution du financement bancaire par des mécanismes davantage basés sur le marché, mais il expose plus les investisseurs internationaux à une correction potentielle de la bulle d'endettement des entreprises. De meilleures pratiques concernant la gestion des risques resteraient un facteur décisif du développement de ce marché à l'avenir.

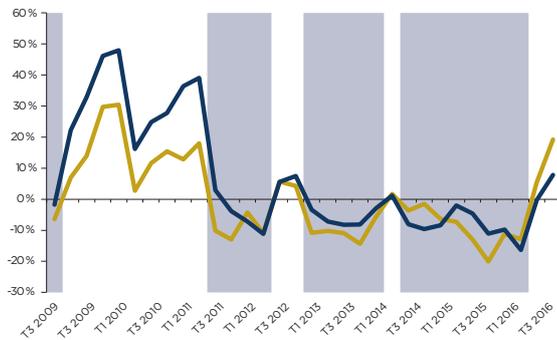


CROISSANCE DU CRÉDIT BANCAIRE ET DES ENCOURS D'OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

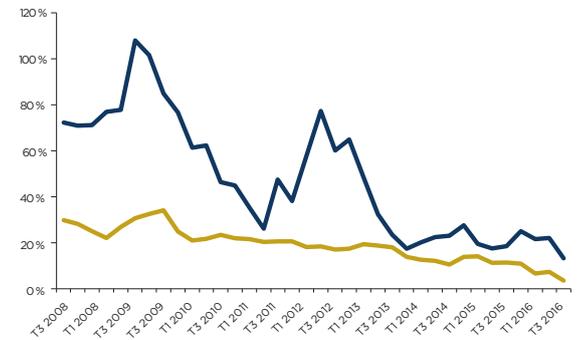
- Taux de croissance des prêts bancaires au secteur privé non-financier
- Taux de croissance de l'encours obligataire des entreprises
- Contraction du crédit bancaire durant au moins deux trimestres consécutifs

Sources : BRI, FMI, calculs Coface

Graphique 18 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire en Afrique du Sud



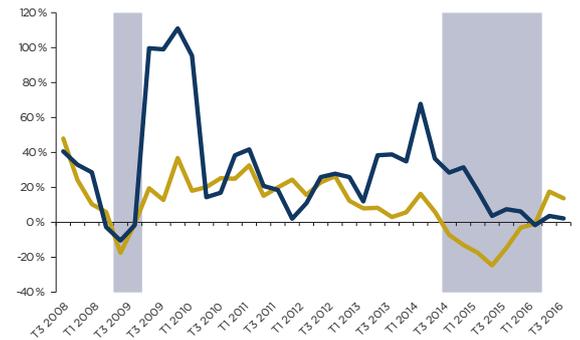
Graphique 21 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire en Chine



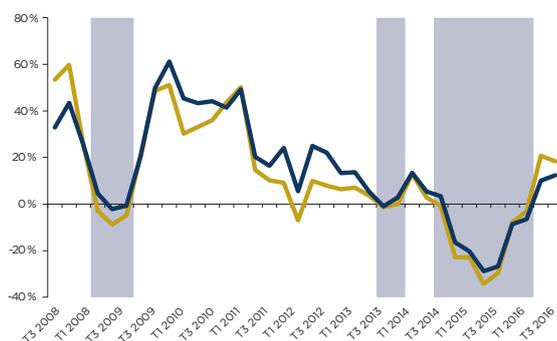
Graphique 19 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire en Argentine



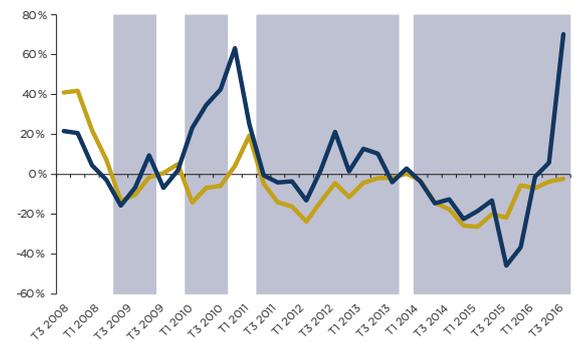
Graphique 22 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire en Colombie



Graphique 20 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire au Brésil



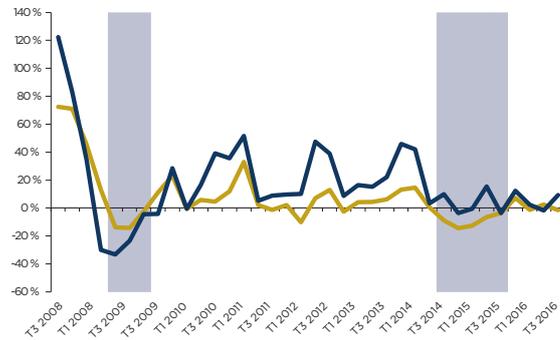
Graphique 23 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire en Hongrie



Graphique 24 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire
en Inde



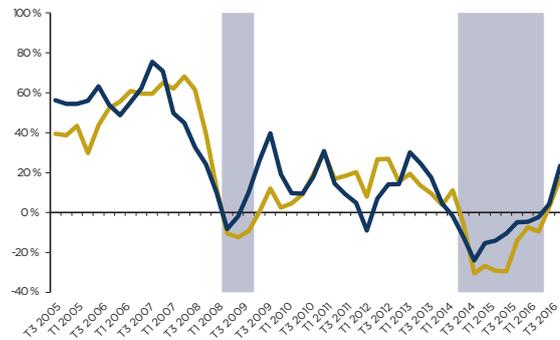
Graphique 28 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire
en Pologne



Graphique 25 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire
en Indonésie



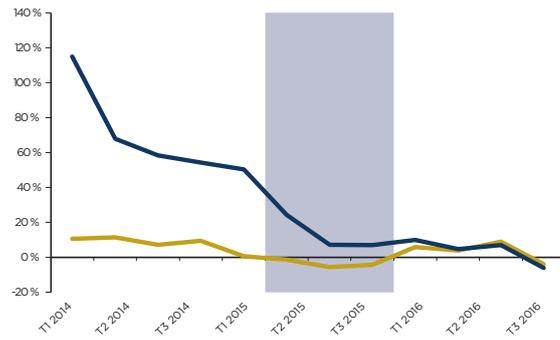
Graphique 29 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire
en Russie



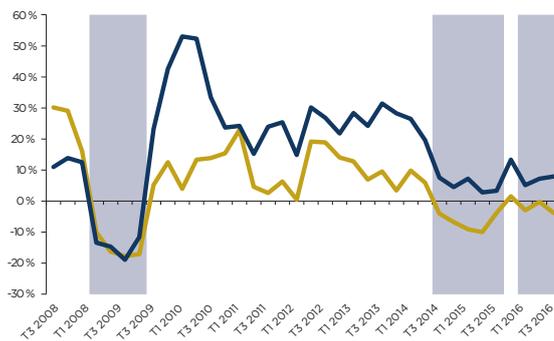
Graphique 26 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire
en Malaisie



Graphique 30 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire
en Turquie



Graphique 27 :
Évolution du crédit bancaire et de l'encours obligataire
au Mexique



— Taux de croissance des prêts bancaires au secteur privé non-financier
— Taux de croissance de l'encours obligataire des entreprises
■ Contraction du crédit bancaire durant au moins deux trimestres consécutifs

Sources : BRI, FMI, calculs Coface

RÉSERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com

coface
FOR SAFER TRADE