

CHAPITRE Trois

Dette publique, cycles politiques et marchés financiers

UNE MEILLEURE GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE EN AMÉRIQUE LATINE

La gestion de la dette publique constitue un aspect essentiel de la politique budgétaire. Les pays émergents, et tout particulièrement ceux d'Amérique latine, sont confrontés à un arbitrage difficile : si les besoins urgents en investissements d'infrastructures et en dépenses sociales rendent nécessaires les emprunts publics afin de dynamiser la croissance et le développement économiques, chacun sait qu'un niveau d'endettement « élevé » se révèle coûteux. Une perception négative par les marchés financiers de la gestion de la dette souveraine ou un risque de défaut rendent les finances publiques plus vulnérables et sont mêmes susceptibles de ralentir la croissance économique. C'est pourquoi l'optimisation des règles budgétaires et de la gestion de la dette constitue un enjeu de première importance pour les perspectives de croissance d'un pays.

Ce chapitre des *Perspectives* analyse le rôle déterminant des principaux acteurs des marchés financiers de la dette publique sur les marchés obligataires souverains dans la région, de par la perception qu'ils en ont et la manière dont cette perception est elle-même influencée par la gestion de la dette publique et la crédibilité des politiques économiques. Ces observateurs prêtent en effet une attention toute particulière aux politiques économiques menées et notamment à la politique budgétaire. En premier lieu, ils redoutent que les responsables en place n'adoptent une politique expansionniste à l'approche des élections. Ensuite, l'incertitude qui domine quant aux politiques défendues par les différents candidats peut les inquiéter. Ces deux craintes se reflètent dans l'analyse de l'influence des élections présidentielles sur les recommandations que donnent les banques d'investissement à ceux qui investissent dans la dette publique.

Ce chapitre montre comment les pouvoirs publics, les partis politiques et les candidats aux élections peuvent influencer sur la perception de l'endettement par les marchés financiers. Les pouvoirs publics peuvent améliorer cette perception par une bonne gestion de la dette publique, mais l'ensemble des acteurs de la scène politique peuvent exercer une influence à travers les politiques économiques qu'ils défendent. Aujourd'hui encore, les gouvernements d'Amérique latine mènent des politiques budgétaires plus expansionnistes à l'approche des élections et ce, dans une plus large mesure que dans les pays de l'OCDE. Les politiques économiques annoncées avant les élections demeurent un problème dans la région. Il faut toutefois se garder de généraliser : l'examen individuel de chaque pays révèle une situation complexe et hétérogène¹.

La gestion de la dette publique et les marchés financiers

La dette souveraine en Amérique latine fait l'objet d'une recherche abondante (pour une enquête approfondie, voir BID, 2006), ce qui s'explique en partie par le fait que les pays de la région sont des acteurs clés du marché de ce type de dette. L'encours de leur dette extérieure représente en effet plus de 50 pour cent de l'endettement total des pays émergents (mesuré par le poids des pays d'Amérique latine dans l'indice EMBI Global développé par JPMorgan). De surcroît, les économies de la région ont été confrontées ces dernières années à des crises financières dans lesquelles l'endettement a joué un rôle prépondérant. Enfin, les pays d'Amérique latine recourent à des politiques de gestion de la dette très différentes, ce qui présente l'avantage, tout du moins pour le chercheur, de fournir des exemples variés de ce qu'il convient de faire ou de ne pas faire en matière d'emprunts publics.

Pour gérer la dette publique de manière responsable, les décideurs politiques doivent prendre en compte les facteurs de risque inhérents à leur portefeuille de dette. L'exposition aux devises, la nécessité de reconduire des échéances à court terme et l'indexation des emprunts sur des taux d'intérêt variables constituent des facteurs de risque s'ils ne sont pas utilisés correctement et ne font pas l'objet d'une gestion active. Ces risques sont difficiles à gérer car ils nécessitent des arbitrages complexes². Ainsi, la réduction de l'exposition aux devises peut nécessiter une augmentation de la dette intérieure, avec un coupon d'intérêt plus élevé³.

Les niveaux historiquement élevés de la dette extérieure ont diminué

86

De manière générale, les pays d'Amérique latine sont plus endettés que les autres pays émergents, ce qui rend la région vulnérable aux chocs extérieurs et au risque de refinancement. Depuis 2004 cependant, l'endettement dans la région a considérablement reculé. Alors qu'en 2003, la dette publique dépassait 50 pour cent du PIB de la région, ce chiffre a été ramené à un niveau proche des 35 pour cent à l'heure actuelle. Il est vrai qu'au cours de cette période, le contexte international s'est révélé particulièrement favorable. Le cours élevé des matières premières, la solidité de la croissance économique mondiale et l'abondance de la liquidité financière ont contribué à l'amélioration des ratios d'endettement souverain et de la soutenabilité de la dette. Les politiques économiques prudentes menées par de nombreux pays d'Amérique latine ont également joué un rôle, en encourageant clairement la discipline budgétaire et la bonne gestion de la dette publique dans un contexte de ciblage de l'inflation.

Cependant, l'analyse de la part que représente la dette *structurelle* dans le PIB (c'est-à-dire l'endettement corrigé des variations conjoncturelles de la production et du cours de change réel et prenant en compte le solde budgétaire structurel) montre que l'endettement public demeure élevé en Amérique latine – les niveaux de dette structurelle étant même supérieurs à ceux observés lors du changement de millénaire (Izquierdo *et al.*, 2008). Par conséquent, les économies de la région restent vulnérables aux chocs négatifs.

En premier lieu, une dette publique élevée s'accompagne, par nature, d'un plus grand risque de défaut. C'est particulièrement vrai pour les pays qui ont déjà connu des situations d'insolvabilité et de forte inflation. Les performances passées ont leur importance et les pays qui ont été insolubles ont une plus forte propension à le redevenir. C'est le phénomène d'« intolérance à la dette » décrit par Reinhart *et al.* (2003) : le fait qu'un pays se soit déjà retrouvé en situation de défaut réduit ses possibilités d'emprunter à des conditions raisonnables. Certaines économies émergentes sont par conséquent dans l'incapacité de tolérer des niveaux de dette extérieure qui ne poseraient pas de problèmes sérieux ailleurs. Des études semblent indiquer que le seuil à partir duquel le ratio de

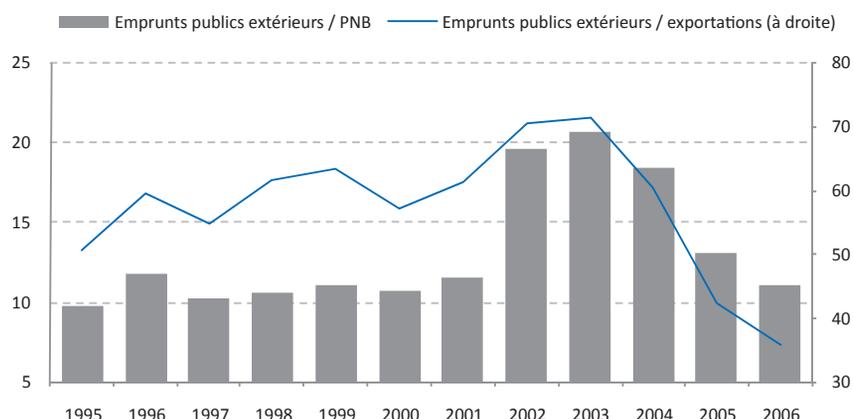
la dette extérieure sur le produit national brut (PNB) n'est plus soutenable est relativement bas dans ces pays, entre 15 et 20 pour cent.

En second lieu, le mouvement actuel de mondialisation financière expose les économies émergentes à un plus grand nombre de crises que ne l'avait fait la première vague de mondialisation, à la fin du XIX^e siècle (Bordo et Eichengreen, 2002), comme le prouve le nombre important de pays d'Amérique latine qui se sont retrouvés en situation de défaut ou qui ont restructuré leur dette extérieure au cours des 30 dernières années⁴.

Le simple examen du niveau d'endettement public structurel masque toutefois les efforts considérables déployés par les pouvoirs publics de la région pour améliorer la composition de la dette. Tous les grands acteurs du marché obligataire en Amérique latine (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Costa Rica, Équateur, Mexique, Panama, Pérou, République dominicaine, Salvador, Uruguay et Venezuela) ont réduit leur exposition aux devises, limitant ainsi les problèmes d'asymétrie des monnaies. C'est un facteur particulièrement important dans une région où la croissance de la dette peut être en grande partie attribuée à des effets de bilan (Campos *et al.*, 2006). De récentes opérations de refinancement de la dette extérieure en devises avec des emprunts intérieurs en monnaie locale ont représenté un coût important pour l'Amérique latine. Cependant, ce coût peut être envisagé comme une prime d'assurance contre une éventuelle dépréciation monétaire⁵.

Dans ce contexte d'environnement international favorable et de bonne gestion de la dette publique, les pays d'Amérique latine améliorent la soutenabilité de leur dette extérieure. La figure 3.1 présente deux indicateurs courants de la solvabilité des États : le ratio des emprunts publics extérieurs sur le PNB et sur les exportations de biens et services. Depuis 2004, ces deux indicateurs sont globalement en fort repli dans la région. Le second ratio, qui influence considérablement la perception des banques d'investissement (encadré 3.3), recule pour l'ensemble des grands acteurs du marché obligataire d'Amérique latine.

Figure 3.1. Emprunts publics extérieurs en Amérique latine
(en pourcentage)



Note : Les pays d'Amérique latine étudiés sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela.

Source : Calculs du Centre de développement de l'OCDE, d'après *Global Development Finance Database*, Banque mondiale (2008)

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Cette baisse des ratios de la dette extérieure a été en partie compensée par une augmentation de l'endettement intérieur qui, depuis quelques années, est devenu une source de financement de plus en plus importante sur les marchés émergents⁶. Les économies d'Amérique latine déploient des efforts considérables pour réduire leur exposition aux devises, en privilégiant des emprunts libellés en monnaie locale. Cette évolution a eu pour effet secondaire bénéfique d'approfondir les marchés obligataires locaux, ce dont les entreprises de la région ont rapidement profité.

Les conditions économiques internationales favorables ont accompagné une évolution vers des monnaies plus stables et des profils plus matures

La dette intérieure indexée sur les cours de change a été considérablement réduite. L'exemple le plus impressionnant est celui du Brésil, où ce type d'emprunt a fortement reculé, passant de 37 pour cent en 2002 (année de crise) à 2.3 pour cent au début 2006. Cette évolution a notamment pour conséquence que les marchés locaux des titres à revenu fixe et les obligations en monnaie locale vendues sur les marchés internationaux sont devenues la principale source de financement en Amérique latine, pour les émetteurs souverains comme pour les entreprises. D'après la Banque des règlements internationaux (BRI, 2008), l'encours de la dette intérieure de l'Amérique latine est passé de 200 milliards USD en 1995 à près de 900 milliards USD en 2005. Les investisseurs internationaux ont réorienté une partie de leurs portefeuilles sur ces obligations en monnaie locale ; quant aux fonds de pension et aux autres acteurs institutionnels, ils jouent également un rôle de plus en plus important.

Cette réorientation en faveur de la dette intérieure libellée en monnaie locale entraîne également des changements dans le profil de risque des émetteurs souverains⁷. La dette en devises recule même si, pour certains, ce repli s'opère au prix d'une réduction de la durée des échéances⁸. Cependant, certains pays sont récemment parvenus à s'assurer des échéances plus longues sur le marché intérieur, bien que la liquidité demeure un problème pour certaines de ces émissions : le Brésil (échéance : 2045 ; émission : 2004), le Chili (échéance : 2028 ; émission : 2008), la Colombie (échéance : 2023 ; émission : 2007), le Mexique (échéance : 2036 ; émission : 2006) et le Pérou (échéance : 2037 ; émission : 2007). Les investisseurs locaux n'ont pas été les seuls à acheter. Ainsi au Mexique, les investisseurs étrangers ont acquis 80 pour cent des emprunts à long terme libellés en monnaie locale qui ont été émis en 2004 par les autorités mexicaines (Castellanos et Martínez, 2006)⁹.

De surcroît, la plupart des pays d'Amérique latine améliorent leurs marchés locaux, en s'inspirant des pratiques des pays de l'OCDE. Des mesures techniques sont notamment mises en place pour favoriser l'efficacité du marché intérieur : restrictions sur le nombre d'émissions et leur monnaie de référence, ou encore processus d'adjudication normalisé et transparent sur le marché primaire. Parallèlement, les marchés secondaires ont bénéficié de meilleurs processus de tenue de marché, de la création de courbes de rendement de référence, du soutien aux produits dérivés, etc.

Dette intérieure contre emprunts internationaux : un débat sans fin en Amérique latine

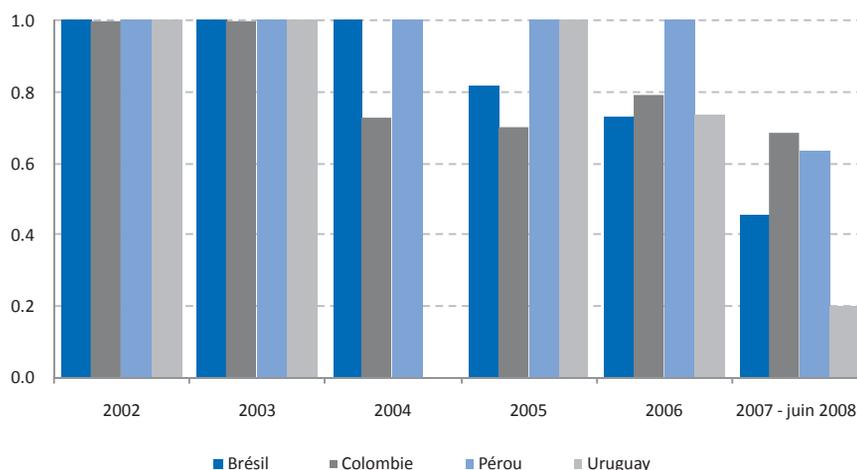
Par le passé, les contraintes financières (comme les crises) et les restrictions institutionnelles (comme celles imposées par les programmes du FMI) ont entravé l'accès des économies émergentes et des pays en développement aux marchés financiers internationaux. Aujourd'hui, le contexte est différent. Ces dernières années, la croissance du marché de la dette souveraine intérieure en Amérique latine s'est opérée dans un contexte de solidité financière et sans restrictions institutionnelles sur l'émission de dette extérieure¹⁰.

Cependant, même libérées de ces contraintes, les économies émergentes rencontrent parfois des difficultés à emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie. Ce problème est généralement désigné sous le terme de « péché originel ». En effet, les enjeux ne se limitent pas à la solidité des institutions ni à la prudence des politiques monétaire et budgétaire. Si ces facteurs sont tout à fait déterminants dans la comparaison des marchés émergents avec des économies plus développées, ils sont toutefois moins pertinents lorsqu'il s'agit de comparer des pays émergents entre eux. Il semblerait que les investisseurs n'accordent pas forcément de crédit à des pays émergents qui gèrent pourtant leur politique monétaire et budgétaire avec succès et qui ont engagé des réformes pour renforcer les institutions. Pour certains, le problème réside dans la structure du système financier international (pour une analyse intéressante à ce sujet, voir Eichengreen et Hausmann, 2005).

La figure 3.2 présente un « indice du péché originel » pour les pays d'Amérique latine qui ont émis des obligations en monnaie locale à l'international ces dernières années. Pour chaque pays, la valeur de l'indice est de 1 moins le ratio de la dette extérieure en monnaie locale par rapport à l'endettement total. Ainsi, un pays qui n'émettrait aucune dette extérieure en monnaie locale afficherait un indice de valeur 1 et un pays qui serait en mesure de financer la totalité de ses emprunts dans sa propre monnaie, un indice de valeur 0. Dans les années 1990 et jusqu'au début des années 2000, la quasi-totalité de la dette publique extérieure des économies d'Amérique latine était libellée en devises. Les pays de la région affichaient donc un indice de « péché originel » élevé¹¹. En 2004, la Colombie et l'Uruguay ont commencé à émettre des emprunts internationaux en monnaie locale¹². L'année suivante, la Colombie a lancé des émissions en COP (peso colombien) et le Brésil a commencé à émettre des obligations internationales en BRL (réal brésilien). Ces trois pays ont continué à émettre ce type d'emprunts en 2006 et ont été rejoints, en 2007, par le Pérou. Face au développement de ce marché, les échéances se sont considérablement allongées. Alors qu'en 2004, la Colombie et l'Uruguay ont respectivement émis des emprunts à 6 et 2 ans, en 2007, le Brésil et la Colombie ont réussi à vendre des obligations à 20 ans et le Pérou et l'Uruguay, à 30 ans. Dans le même temps, les emprunts en monnaie locale et en devises ont enregistré une baisse importante des marges de prise ferme (c'est-à-dire les droits que l'État paie aux banques d'investissement sur le marché obligataire primaire pour distribuer des titres internationaux).

Ces évolutions favorables peuvent-elles durer ? Pour s'en convaincre, il est intéressant d'observer l'exemple des pays à revenu élevé qui n'ont commencé à émettre de la dette souveraine extérieure en monnaie locale qu'à partir de 1973, comme l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande. L'expérience de ces pays souligne à quel point il est important de disposer d'institutions financières solides, d'un système monétaire crédible et d'une intermédiation financière développée. Elle met également en lumière le fait que les chocs extérieurs négatifs sont susceptibles de fermer les portes des marchés internationaux à de nombreux acteurs (Bordo *et al.*, 2005).

Les contraintes historiques qui pesaient sur les emprunts à l'étranger en monnaie locale – le « péché originel » – semblent s'alléger

Figure 3.2. « Indice du péché original »^{a b}

Notes :

a) Données sur les flux.

b) D'après Eichengreen *et al.* (2005). Formule de l'indice de péché original :

$$1 - \frac{\text{titres internationaux émis par le pays en monnaie locale}}{\text{titres internationaux émis par le pays } i}$$

Source : Calculs du Centre de développement de l'OCDE, d'après des données Dealogic.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Ces dernières années, la part des emprunts libellés en monnaie locale dans l'endettement extérieur a continué de reculer dans les pays de l'OCDE, passant de 17 pour cent en 1980 à 6 pour cent en 2003 (OCDE, 2005). La situation est moins tranchée pour les économies émergentes. Le succès des émissions de dette extérieure en monnaie locale dépend moins de la solidité des institutions que de facteurs commerciaux et financiers, ainsi que de la liquidité internationale de la devise qui en découle. Ces éléments font écho aux conditions de la première vague de mondialisation, examinée dans l'encadré 3.1¹³.

Le développement du marché de la dette publique intérieure en Amérique latine n'est pas un phénomène nouveau. Cependant, les mécanismes qui en sont à l'origine ont changé. Au XIX^e et au début du XX^e siècle, l'accès limité de certains pays aux marchés financiers internationaux, que ce soit en raison de leurs faiblesses structurelles ou de conditions extérieures négatives, a dynamisé les marchés intérieurs. Au cours de la seconde moitié du XX^e siècle, l'accès aux marchés internationaux s'est élargi et, dans les années 1990, seul le Chili affichait une proportion importante de dette publique intérieure (68 pour cent du PIB en 1990).

Au Brésil, en Colombie et au Mexique, la croissance du marché de la dette publique intérieure a redémarré au milieu des années 1990. L'accès limité aux marchés internationaux à la suite des crises dans les pays émergents (Mexique en 1994, Asie de l'Est en 1997 et Russie en 1998) a été l'élément déclencheur poussant les décideurs politiques à développer des sources fiables de financement intérieur. Des facteurs macro-économiques internes ont également joué un rôle. Ainsi, l'application du « plan real » de lutte contre l'inflation et l'abandon du financement du déficit budgétaire par la politique monétaire au Brésil, ou encore l'adoption de politiques économiques stables et crédibles au Mexique, ont rendu les emprunts souverains plus attractifs sur le marché intérieur. La forte croissance des émissions d'État en Colombie depuis les années 1990 s'explique, elle, par le besoin de financement de l'État (Borensztein *et al.*, 2008).

Encadré 3.1. L'endettement intérieur et extérieur lors de la première vague de la mondialisation

Lors de la première vague de mondialisation, au XIX^e siècle, les principales places financières de l'époque (Londres, Paris, Berlin et Amsterdam) s'ouvrent aux emprunteurs internationaux. Les marchés financiers permettent aux emprunteurs étrangers d'obtenir des ressources extérieures grâce à des offres publiques, moyennant l'intermédiation des banques d'investissement – de manière assez similaire aux mécanismes actuels d'appel à l'épargne sur le marché primaire (Flores, 2007) – ou sur des marchés secondaires intégrés et très liquides, où les investisseurs, les banquiers et d'autres agents revendent des obligations en monnaie locale (au niveau national, provincial ou municipal) sur les marchés extérieurs. Ce commerce est établi à Lombard Street à Londres, qui est alors le carrefour de la finance mondiale.

Avant les années 1880, de nombreux pays d'Amérique latine négocient encore de précédents défauts de paiement (notamment la Colombie, l'Équateur, le Mexique, le Pérou et les pays d'Amérique centrale). Les pouvoirs publics ont donc uniquement accès aux marchés financiers intérieurs, aux ressources rares et chères, à l'exception du Brésil. D'après Summerhill (2006), le Brésil est en effet en mesure d'emprunter efficacement grâce à l'épargne intérieure, au moyen de son cadre institutionnel unique, créé et développé à partir de l'indépendance en 1824¹⁴. Le premier diagramme de la figure 3.3 illustre cette situation pour les emprunts à long terme, en comparant la proportion de la dette intérieure dans l'endettement total dans quatre pays d'Amérique latine. Il ressort des courbes obtenues que celle-ci est orientée à la baisse sur la durée.

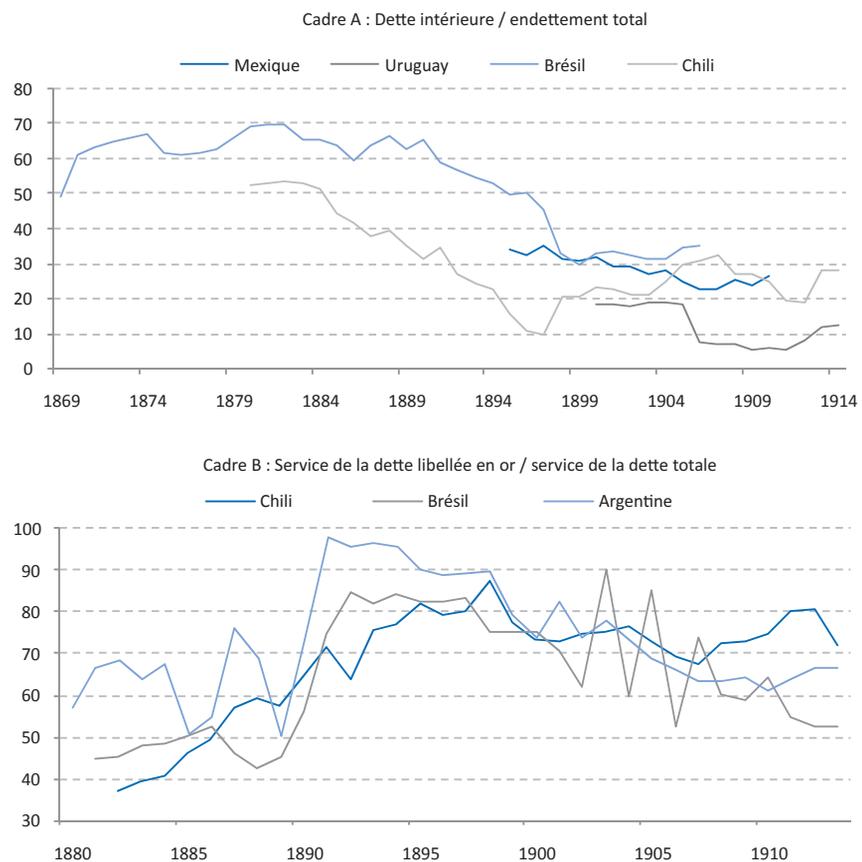
Les années 1880 marquent le retour de nombreux pays d'Amérique latine sur les marchés financiers internationaux (un retour qui rappelle, par de nombreux aspects, celui des années 1990 avec la réouverture des marchés sous l'impulsion du plan Brady). Le Brésil, le Chili, l'Uruguay et surtout l'Argentine se montrent particulièrement actifs à cette époque. Cependant, cet essor laisse place à un effondrement et, à partir de 1890, la crise Baring restreint largement le marché.

Ce n'est pas avant 1900, en pleine Belle époque, que l'amélioration des conditions extérieures et l'augmentation des liquidités internationales permettent à nouveau aux États d'emprunter selon des termes plus favorables – une situation qui perdurera jusqu'à l'éclatement de la première guerre mondiale. De nombreux indices attestent la préférence des pays pour l'endettement extérieur plutôt que le recours aux marchés intérieurs à cette époque, malgré l'adjonction systématique pour ce type d'emprunt d'une clause d'indexation sur le cours de change, liant la valeur d'une obligation à une valeur sous-jacente exprimée dans une devise internationale. L'asymétrie des monnaies qui en résulte était probablement considérée comme un mal nécessaire pour pouvoir bénéficier des prix avantageux du marché international, où les écarts de rendement sur les emprunts émis par le Royaume-Uni se resserraient encore au cours de cette période. De plus, les obligations libellées en monnaie locale et destinées au marché local continuaient à circuler en Europe sur les marchés secondaires, notamment celles avec une clause d'indexation sur le cours de change¹⁵. Il s'agit de la principale raison pour laquelle le service de la dette de la plupart des pays d'Amérique latine était payé dans les devises de pays exportateurs de capital et ayant maintenu l'étalon-or (deuxième diagramme de la figure 3.3).

Une étude portant sur le Mexique (Carmagnani, 1994) formule des conclusions qui peuvent être, dans une certaine mesure, généralisées. Pour cet auteur, l'absence d'un marché financier solide en Amérique latine au tout début du XX^e siècle rendait la place de Londres plus intéressante pour la cotation d'obligations en monnaie locale, que ce soit pour des emprunts intérieurs ou extérieurs et ce, pour deux raisons : une plus grande liquidité et un risque de défaut (perçu) moindre, en raison de la surveillance extérieure implicite exercée sur la discipline financière. Ainsi le Mexique, qui venait d'effectuer son retour sur les marchés financiers internationaux et souhaitait protéger sa solvabilité, a certainement privilégié le service de la dette au détriment d'autres dépenses publiques.

Flandreau et Sussman (2004) estiment que la quasi-totalité des obligations internationales, quel qu'en soit le pays d'origine, étaient libellées en devises ou comportaient une clause d'indexation sur le cours de change, car il s'agissait précisément des réserves de liquidités dans lesquelles l'émetteur souhaitait puiser. Font exception les devises qui bénéficient d'une bonne liquidité internationale en raison de leur rôle dans le commerce mondial. Ces « devises internationales » tirent avantage à la fois d'un marché intérieur liquide et d'un marché international en dehors de leurs frontières, pouvant être sollicité pour des emprunts. D'après cette analyse, ce sont donc les marchés monétaires bien développés qui autorisaient des pays à émettre de la dette en monnaie locale à l'étranger, même en l'absence de politiques macro-économiques solides. Les exemples de l'Espagne, de la Russie et de l'Autriche-Hongrie illustrent ce raisonnement. Bien sûr, les clauses d'indexation sur le cours de change étaient également pratiquées par des pays jouissant d'une « bonne réputation », comme le Danemark, la Suède ou la Norvège, mais dont les devises affichaient une faible liquidité internationale.

Figure 3.3. La dette publique lors de la première vague de mondialisation (en pourcentage)



Source : Flandreau et Zumer (2004) et Flores (2008).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

LES MARCHÉS FINANCIERS, LA DÉMOCRATIE ET LE COÛT DE LA DETTE

Le renforcement démocratique observé dans de nombreux pays (abordé au chapitre 1) et la gestion de plus en plus prudente et soutenable de la dette publique (évoquée ci-dessus) sont deux tendances intrinsèquement positives actuellement à l'œuvre en Amérique latine – mais leur interaction est paradoxale. Si les améliorations apportées à la gestion de l'endettement permettent aux pouvoirs publics de la région de réduire les dépenses budgétaires, en diminuant les marges et les commissions de prise ferme, les marchés financiers appréhendent toujours les élections, ce qui peut induire une hausse du coût des émissions et du service de la dette. Cette section analyse des indicateurs à la fois quantitatifs et qualitatifs de la confiance des marchés financiers dans la qualité des politiques économiques menées (politique budgétaire comprise) dans les pays d'Amérique latine. Les indicateurs sélectionnés sont les écarts de rendement sur les obligations souveraines, les commissions de prise ferme, les notations et les recommandations publiées par les banques d'investissement. L'examen de ces indicateurs révèle clairement une amélioration générale de la manière dont sont perçues les politiques économiques en Amérique latine, mais montre également que cette opinion se dégrade à l'approche des élections, notamment présidentielles.

Comment expliquer cette nervosité à l'approche des élections ? En premier lieu, les observateurs craignent que pour gagner des voix, les responsables politiques en place n'adoptent des politiques économiques expansionnistes insoutenables. Dans un deuxième temps, une certaine incertitude plane quant à la crédibilité des politiques économiques qui seront mises en place par les candidats élus, au terme des élections. Dans ce contexte, la « crédibilité » désigne la soutenabilité globale d'un programme économique et ses répercussions sur le service de la dette actuel et à venir. Ainsi, il est possible qu'un candidat fasse des promesses tout à fait crédibles et applique, en réalité, des politiques « non crédibles ».

L'analyse s'articule en trois temps : *i*) les indicateurs permettant de mesurer les changements dans la perception de la dette publique ; *ii*) les effets produits par les incertitudes qui entourent les processus politiques en Amérique latine ; et *iii*) le bien-fondé des réactions des investisseurs en période électorale (celles-ci sont-elles réellement synonymes d'une expansion budgétaire insoutenable et de déclarations politiques non crédibles ?).

La dette publique en Amérique latine et la perception qu'en ont les marchés

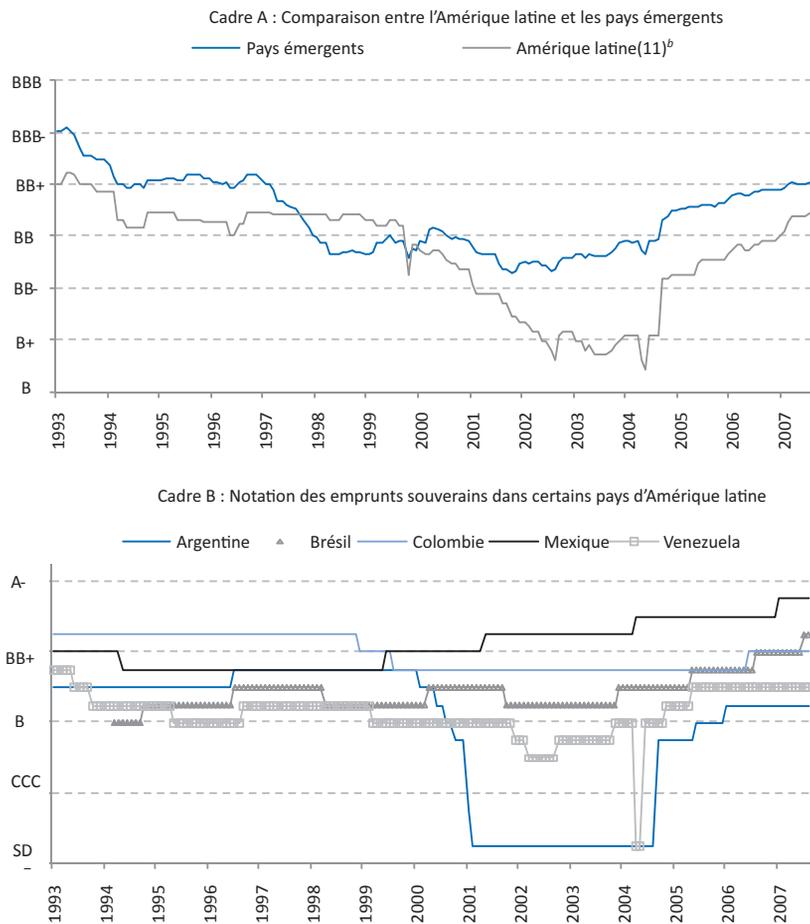
La perception que les acteurs des marchés ont des pays émergents, et notamment ceux de l'Amérique latine, s'est considérablement améliorée depuis fin 2004 et le dénouement des crises argentine et brésilienne. Cette perception peut être mesurée de manière quantitative grâce aux notes attribuées par les agences aux obligations souveraines, aux écarts de rendement de ces titres par rapport à une référence donnée, aux commissions de prise ferme que les banques facturent pour la distribution de nouveaux emprunts souverains et aux recommandations que les banques d'investissement font à leurs clients.

Le premier de ces indicateurs – les notations attribuées aux obligations souveraines (figure 3.4) – révèle une réduction globale des disparités entre les pays de l'Amérique latine et les autres économies émergentes. Depuis fin 2006, cette tendance se poursuit grâce au relèvement des notes accordées à l'Argentine,

L'impression générale sur les obligations souveraines des pays latino-américains s'améliore...

au Brésil (qualité investissement pour Standard & Poor's en 2008), au Chili (qualité investissement), à la Colombie, à l'Équateur, au Mexique, à la République dominicaine (qualité investissement), au Pérou (qualité investissement pour Fitch Ratings en 2008) et à l'Uruguay. Le relèvement, notamment à la qualité investissement, permet à ces pays d'emprunter auprès de nouveaux types d'investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension, les fonds communs de placement ou les compagnies d'assurance, auxquels la réglementation impose des restrictions sur les actifs qu'ils peuvent détenir. Aussi bienvenue que soit cette évolution, les notes attribuées aux pays d'Amérique latine demeurent toutefois inférieures à celles accordées aux pays émergents dans leur ensemble, même si cela n'a pas toujours été le cas (figure 3.4).

Figure 3.4. Les notations des obligations souveraines^a



Notes :

a) Application linéaire sur les notations. Plus la note est élevée, plus la valeur est haute (par exemple, une obligation notée D a une valeur de 1 et une obligation notée AAA a une valeur de 23).

b) Les pays d'Amérique latine étudiés sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Équateur, le Mexique, le Pérou, la République dominicaine, le Salvador, l'Uruguay et le Venezuela.

Source : Calculs du Centre de développement de l'OCDE, d'après des données Standard & Poor's.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

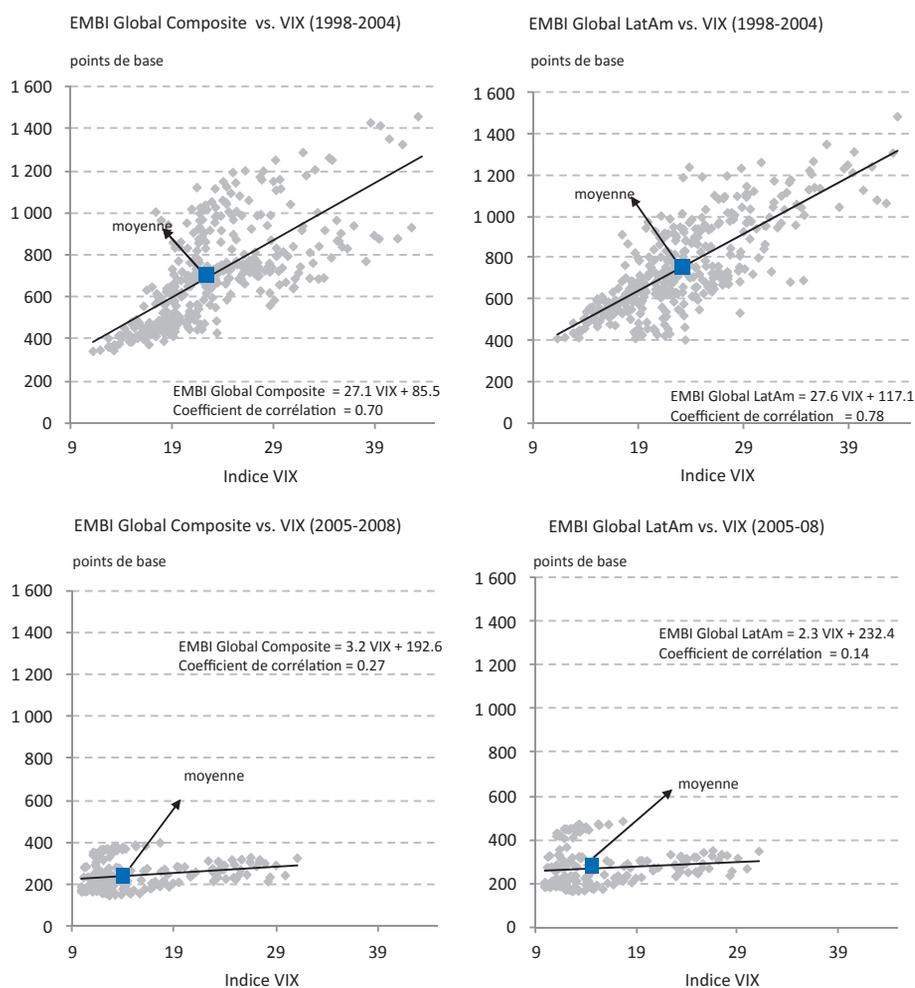
De la même manière, les écarts de rendement des emprunts souverains d'Amérique latine montrent qu'aujourd'hui, les investisseurs portent un regard moins sévère que par le passé sur le risque de crédit lié à ces titres¹⁶. Pour une économie émergente, l'écart sur les obligations souveraines se définit comme la différence de rendement entre ces titres et ceux possédant les mêmes caractéristiques émis par un pays de référence¹⁷. Le creusement de l'écart signifie que la perception du risque pour ce pays s'accroît et, inversement, son resserrement est signe d'une diminution du risque perçu.

... ce qui est reflété par une meilleure notation et des écarts de rendement plus réduits

Depuis fin 2002, les écarts sur les obligations des pays d'Amérique latine et des économies émergentes dans leur ensemble se sont considérablement réduits. En Amérique latine, l'un des principaux facteurs d'explication à cette évolution est la meilleure résistance perçue de la région aux chocs négatifs. La figure 3.5 compare les écarts sur les emprunts souverains et la volatilité implicite de la bourse des États-Unis, utilisée par les marchés financiers comme un indicateur de l'aversion mondiale pour le risque. Par le passé, les économies émergentes, et notamment les pays d'Amérique latine, étaient très sensibles à l'évolution des conditions extérieures. En effet, sur la période 1998-2004, la corrélation entre les écarts sur les emprunts souverains et l'aversion mondiale pour le risque était légèrement plus forte dans les pays d'Amérique latine que dans l'ensemble des économies émergentes (coefficients respectifs de 0.8 et 0.7). L'attitude des investisseurs face au risque semble être un facteur déterminant pour expliquer les écarts sur les obligations souveraines et les flux de portefeuille dans les pays d'Amérique latine (García-Herrero et Ortíz, 2006).

Le contexte international favorable de ces dernières années explique certainement pour une large part la réduction des écarts sur les obligations souveraines des pays d'Amérique latine. Malgré tout, la corrélation entre les conditions extérieures et les écarts souverains a diminué. Elle était plus faible sur la période 2005-2008 qu'entre 1998 et 2004. La réaction des marchés à la crise du crédit et à celle des prêts hypothécaires à risque (*subprimes*) en a donné une preuve évidente. Les écarts sur les obligations souveraines d'Amérique latine ne se sont creusés que faiblement par rapport à l'évolution de l'aversion mondiale pour le risque, en tout cas dans une moindre mesure que ne l'auraient laissé penser des mouvements analogues par le passé.

Figure 3.5. Écarts sur obligations souveraines et aversion mondiale pour le risque : Amérique latine et pays émergents



Notes : EMBI Global LatAm indique les écarts sur les obligations souveraines d'Amérique latine et EMBI Global Composite, pour l'ensemble des pays émergents ; calculs de JPMorgan. L'indice VIX (indice de volatilité du CBOE) indique la volatilité implicite des options sur indice S&P500.

Source : Calculs du Centre de développement de l'OCDE, d'après des données Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Pour expliquer le mécanisme de ce découplage, Powell et Martínez (2008) invoquent la meilleure intégration des marchés financiers, l'amélioration de l'information disponible et un meilleur discernement de la part des marchés¹⁸.

L'évolution de la dette des pays latino-américains est aujourd'hui moins influencée par l'économie mondiale et plus par leurs propres fondamentaux

L'aplatissement de la courbe sur la seconde paire de graphiques indique une corrélation plus faible entre l'évolution de l'aversion mondiale pour le risque et la perception du risque lié aux obligations souveraines (mesurée par leurs écarts). Les performances des emprunts des pays d'Amérique latine et des marchés émergents sont désormais moins influencées par la conjoncture mondiale et dépendent davantage de l'évaluation qui est faite de leurs caractéristiques.

Une autre variable importante dans la mesure de la perception des obligations souveraines, souvent négligée par les décideurs politiques et les acteurs des marchés, concerne la formation du prix sur leur marché primaire : c'est la somme payée aux banques d'investissement par l'émetteur souverain pour placer ses

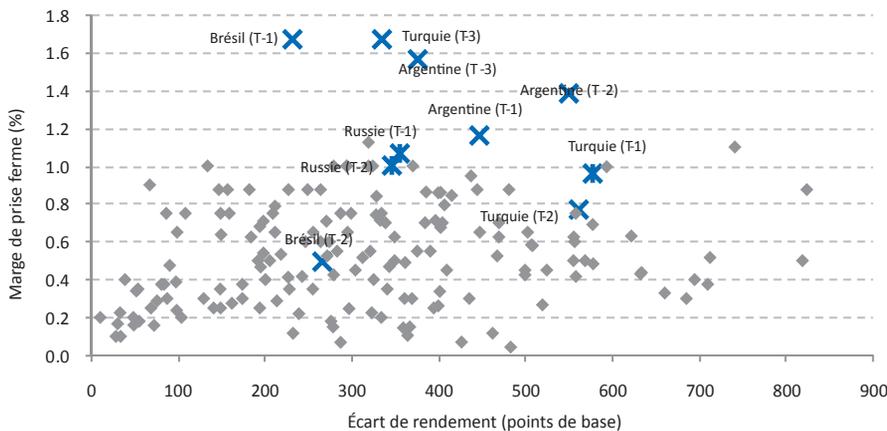
obligations – c’est-à-dire la marge de prise ferme exprimée en pourcentage des produits. Ce chiffre est lié à la perception qu’ont les banques d’investissement du risque de crédit de l’émetteur (Nieto Parra, 2008). L’examen de cette variable révèle qu’avant le déclenchement des crises des obligations souveraines, les banques d’investissement exigent une rémunération importante. En revanche, les investisseurs paient un prix élevé avant les crises, comme l’illustrent les écarts de rendement des emprunts souverains (figure 3.6).

À l’heure actuelle, les marges de prise ferme pour les principaux pays d’Amérique latine sont faibles, atteignant une moyenne de 0.3 pour cent dans la région en 2007, sans jamais dépasser les 0.5 pour cent. Ces chiffres doivent être comparés avec ceux des périodes précédant les crises des emprunts souverains, présentés dans la figure 3.6 : 1.2 pour cent en Argentine un an avant la crise de 2001 et 1.7 pour cent au Brésil un an avant celle de 1998. On peut en conclure que les banques d’investissement semblent considérer, d’après le faible niveau de leurs marges de prise ferme, que le risque de défaut de l’Amérique latine s’est réduit.

Les faibles écarts de rendement que l’on observe actuellement suggèrent une diminution de la perception des risques de défaut sur les marchés

Les recommandations en matière d’emprunts souverains des pays émergents qui sont établies par les banques d’investissement à destination des investisseurs institutionnels constituent un quatrième et dernier indicateur. Elles font généralement l’objet de publications régulières pour chaque marché émergent. Malgré de légères différences dans la terminologie adoptée par chaque banque, ces recommandations peuvent être classées en trois catégories : « surpondération » (valeur attribuée de 1), « neutre » (0) et « souspondération » (-1). Ainsi, une recommandation de surpondération suggère de détenir un volume de titres de manière à ce que celui-ci soit plus fortement représenté dans le portefeuille de l’investisseur que dans son indice de référence (comme l’indice EMBI+ calculé par JPMorgan)¹⁹. Une telle recommandation signifie donc généralement qu’il faut acheter sur le marché. À l’inverse, une recommandation de souspondération conduit souvent à vendre.

Figure 3.6. Marges de prise ferme et écarts de rendement sur les obligations souveraines (1993-2006, rythme annuel)



Note : Les marges de prise ferme et les écarts sur les obligations souveraines enregistrés entre un et trois ans avant la crise (années marquées T) sont surlignés en bleu. En Argentine, la crise s’est produite en 2001, au Brésil et en Russie, en 1998, et en Turquie, en 2000.

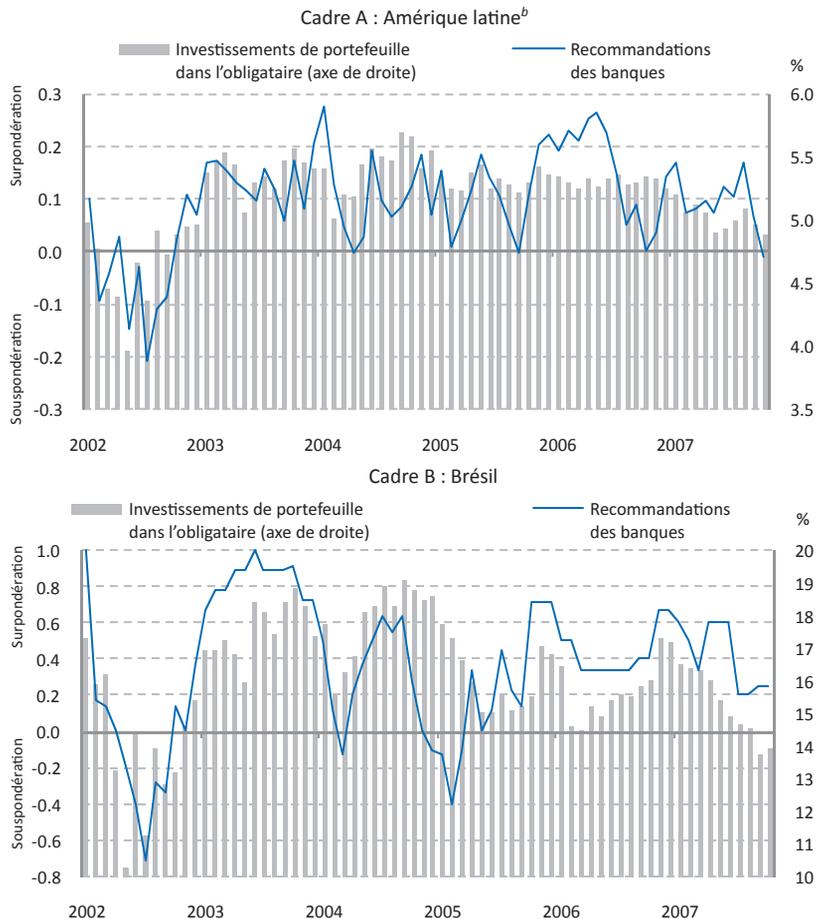
Source : Nieto Parra (2008).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Les recommandations et les notations ont une structure et des objectifs fondamentalement différents. Les recommandations dépendent de la valeur de l'investissement dans une obligation, et pas uniquement de l'évaluation du risque de défaut. Elles sont donc plus volatiles que les notations attribuées aux emprunts souverains et peuvent évoluer au cours de l'année en fonction des fluctuations des prix.

La publication de ces recommandations établit un lien direct entre les intermédiaires financiers et les investisseurs et a tendance à fortement influencer sur la répartition des actifs dans les portefeuilles obligataires²⁰. La figure 3.7 illustre la corrélation entre les recommandations des banques d'investissement et les placements dans la dette des pays d'Amérique latine que les gestionnaires de fonds ont réalisés au sein de leur portefeuille d'obligations des économies émergentes au cours de la période 2002-07. Pour le Brésil, qui est le principal acteur du marché des emprunts souverains, la corrélation est considérable.

Figure 3.7. Recommandations des banques et investissements de portefeuille dans l'obligataire^a



Notes :

a) Les recommandations peuvent être classées en trois catégories : « surpondération » (1), « neutre » (0) et « souspondération » (-1); b) Les pays d'Amérique latine étudiés sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Équateur, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela.

Source : Calculs du Centre de développement de l'OCDE d'après les publications des banques d'investissement et dans la base de données *Emerging Portfolio Fund Research*.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Les recommandations des banques peuvent donc être considérées comme une variable de substitution pour la perception globale que les marchés ont de l'émission d'une obligation spécifique (tout en gardant à l'esprit que le principal objectif de la banque, lorsqu'elle émet une recommandation, est de favoriser les transactions)²¹. Les analyses des banques sont importantes pour les investisseurs. Elles ne sortent toutefois pas du néant et les pouvoirs publics peuvent influencer sur ces analyses par leur gestion de la dette et leurs annonces de politique économique (encadré 3.3).

Les recommandations des banques ont un impact sur la répartition des actifs dans les portefeuilles obligataires

Le paradoxe de la démocratie face à l'endettement

La politique revêt une importance déterminante pour le marché des obligations souveraines. Les acteurs du marché sont sensibles aux changements politiques dans les démocraties d'Amérique latine, qu'il s'agisse de remaniements ministériels ou d'élections. En fait, il est possible de définir les pays émergents comme ceux où l'incertitude politique influe de manière significative sur la volatilité financière ou encore de considérer qu'un pays sort des classes d'actifs des marchés émergents lorsque s'y effectue le découplage entre cycles politique et financier (Blázquez et Santiso, 2004).

Partout, les périodes de changement politique affectent les marchés, que ce soit dans les pays industrialisés ou en développement (Snowberg *et al.*, 2007 ; Bernhard et Leblang, 2006 ; Leblang et Bernhard, 2006). Cependant, l'intensité de la vigilance et de la réaction des investisseurs est plus forte dans ces derniers (Campello, 2007). L'encadré 3.2 prend l'exemple de l'Espagne et décrit comment l'incidence des élections sur les marchés financiers a été maîtrisée en partie grâce à la crédibilité des politiques économiques adoptées par les gouvernements successifs, ainsi qu'à l'engagement général des partis politiques en faveur de cette crédibilité. Cet engagement est renforcé par l'intégration au sein de structures économiques extérieures, telles que l'Union économique et monétaire européenne.

De nombreuses études ont été consacrées aux répercussions des phénomènes politiques sur les marchés financiers émergents. Si les investisseurs et les intermédiaires financiers suivent avec vigilance les périodes électorales dans l'ensemble des pays émergents, leurs réactions peuvent être très différentes, y compris au sein d'une même région. Elles dépendent à la fois du degré de démocratisation, de la transparence des processus de décision politique, de l'existence d'une tradition démocratique et du poids de la majorité législative dont dispose le gouvernement ainsi que de son unité politique (Hays *et al.*, 2003 ; MacIntyre, 2001).

La couleur politique a également son importance dans les démocraties émergentes. Si les partis de droite sont plus associés à des stratégies de maîtrise de l'inflation et moins à des politiques de lutte contre le chômage ou de stimulation de la croissance du PIB, les partis de gauche ont tendance à suivre des orientations contraires²². Les écarts sur les obligations souveraines ont tendance à se creuser lorsque la droite est au pouvoir et qu'une victoire de la gauche se profile (Block *et al.*, 2003), et les investisseurs dans les emprunts souverains ont souvent une perception négative des gouvernements de gauche, même après la prise en compte d'autres résultats politiques et économiques (Cho, 2007)²³.

Les processus politiques autres que les élections peuvent également entraîner de la volatilité dans les écarts sur les obligations souveraines. À titre d'illustration, l'instabilité politique (qui peut se mesurer, par exemple, au rythme du renouvellement des ministres des Finances) a influé sur les écarts de rendement des emprunts souverains en Amérique latine au cours de la période 1992-2005²⁴.

Il existe des liens clairs entre les processus politiques, notamment les élections, et l'instabilité sur les marchés de la dette et de la monnaie

Encadré 3.2. Les cycles politico-économiques et les marchés financiers internationaux : l'exemple de l'Espagne

L'Espagne est l'une des plus jeunes démocraties parmi les pays industrialisés d'Europe, n'ayant été rétablie qu'en 1976. Le formidable développement économique qui a suivi le changement de régime et les liens historiques et culturels que ce pays partage avec l'Amérique latine en font un exemple intéressant pour la région.

Aujourd'hui, qu'elles entraînent ou non un changement de gouvernement ou d'orientation idéologique, les élections en Espagne n'ont qu'une faible incidence sur les marchés financiers. Le renforcement de la démocratie et de ses institutions ainsi que l'entrée dans l'Union économique et monétaire (UEM) contribuent à créer un environnement propice aux réformes axées sur le marché et à des politiques budgétaires raisonnables. Ces orientations sont dès lors récompensées par les marchés.

Ces évolutions institutionnelles positives se reflètent dans la révision de la notation des emprunts d'État à long terme et dans la réduction des écarts de rendement des obligations du pays par rapport à leurs titres de référence, les bons du Trésor allemands. Ce phénomène est particulièrement visible depuis 1997, date à partir de laquelle les marchés ont considéré comme plus probable l'entrée de l'Espagne au sein de l'UEM. Entre mars 1978 et décembre 1996, l'écart moyen pour le pays était de 572 points de base, alors qu'il n'a atteint depuis lors (jusqu'à avril 2008) que 19 points de base. Devant l'ampleur de cette évolution, il convient d'opérer une distinction entre les élections qui ont précédé l'entrée dans l'UEM et celles qui l'ont suivie.

Prenons l'évolution des rendements sur les marchés d'actions (en utilisant les données du MSCI) et des emprunts d'État à 10 ans, au cours des neuf mois antérieurs et consécutifs aux élections générales qui se sont tenues entre 1979 et 2008 (figure 3.8).

Un simple examen des chiffres et des courbes laisse à penser que les élections générales n'ont exercé aucune influence notable sur les taux d'intérêt à long terme ou sur les rendements des marchés d'actions. L'observation des périodes immédiatement antérieures et consécutives aux élections ne semble révéler aucune fluctuation significative du rendement des obligations à long terme. Le rendement des emprunts d'État est en baisse avant comme après les élections. En fait, ces mouvements de recul reflètent simplement le processus continu de réduction et de convergence. Comme le montre le premier diagramme de la figure 3.8, pendant la période antérieure à l'entrée dans l'UEM, le rendement à long terme diminue à la fois avant et après les élections et les effets cumulés entre le mois précédent et le mois consécutif aux élections sont presque négligeables. Après l'entrée dans l'UEM, les taux d'intérêt sont restés stables, ce qui indique que le rendement des obligations, après la convergence, a été plus influencé par les facteurs européens et mondiaux que par des facteurs propres à un pays en particulier.

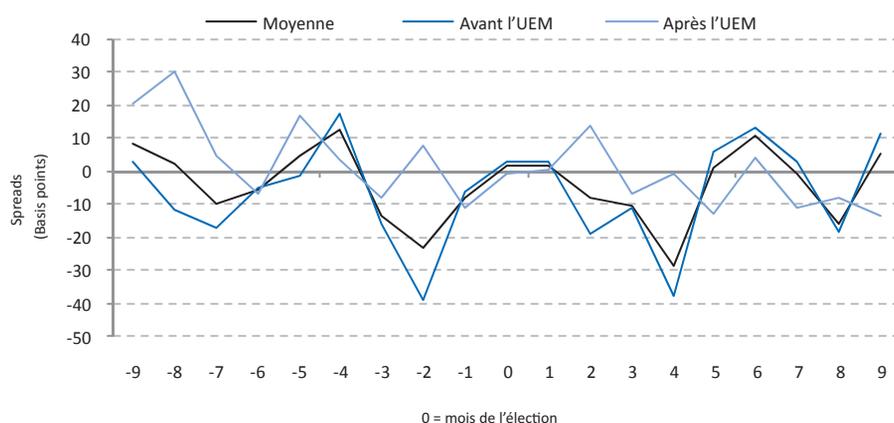
L'incertitude qui entoure les campagnes électorales se distingue plus clairement à travers le comportement des marchés d'actions. Les performances y sont légèrement négatives avant les élections (bien que ce ne soit pas significatif au niveau statistique) et commencent à se redresser une fois l'incertitude levée (figure 3.8, second diagramme). Avant l'entrée dans l'UEM, les marchés d'actions en Espagne faiblissaient généralement dans les deux mois qui précédaient une élection, puis renouaient avec des résultats positifs immédiatement ensuite. Après l'entrée dans l'UEM, le schéma pré-électoral reste inchangé, mais les performances consécutives au vote sont différentes.

Ce phénomène, contraire à ce qui serait communément attendu, s'explique par le fait que la performance des marchés, au moment des élections, a été principalement influencée par la fin de l'essor des technologies de l'information en 2000 et par la crise des prêts hypothécaires à risque en 2008. La comparaison des résultats du marché de l'Espagne par rapport à ceux de l'Allemagne (de manière à corriger ces effets extérieurs) révèle que le premier a affiché des performances légèrement meilleures. La volatilité n'était pas non plus liée à des facteurs propres à l'Amérique latine, ce qui aurait pu être le cas étant donné l'exposition croissante des entreprises espagnoles à cette région. Le marché semble avoir été principalement orienté, au cours de cette période, par des facteurs mondiaux (les crises internationales) et non par l'incertitude politique locale.

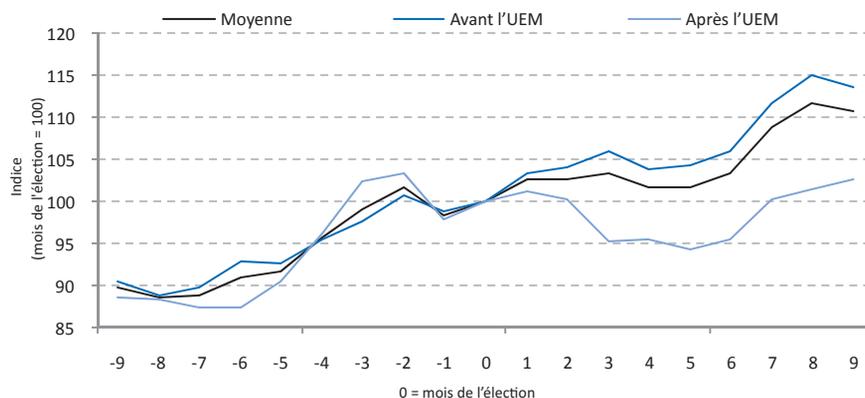
Pour résumer, l'association d'une démocratie solide, d'un consensus politique en faveur d'une politique budgétaire soutenable au sein de l'UEM, d'une banque centrale indépendante et orthodoxe et de politiques économiques crédibles, assorties d'une protection sociale suffisante, a permis de mettre un terme de manière relativement rapide aux doutes portant sur la pérennité des institutions d'une nouvelle démocratie.

Figure 3.8. Cycles politiques et marchés financiers en Espagne (1979-2008)

Cadre A : Évolution du rendement des emprunts d'État à 10 ans en Espagne



Cadre B : Les marchés d'actions espagnols



Source : Calculs du Centre de développement de l'OCDE, d'après des données Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Les liens observés entre les processus politiques et les turbulences subies par les cours de change indiquent que les crises financières et politiques semblent aller de pair (Chang, 2007). Les analystes considèrent que certains facteurs institutionnels, tels que des divisions ou des remaniements au sein du gouvernement, influent de manière significative sur l'attitude des investisseurs et augmentent les risques d'une crise de change (Leblang et Satyanath, 2006). Depuis 15 ans, toutes les grandes crises financières en Amérique latine se sont produites l'année d'une élection : au Mexique, la « crise Tequila » de 1994 a eu lieu l'année de l'élection présidentielle ; au Brésil, la dévaluation du real début 1999 a été effectuée quelques mois après les élections d'octobre 1998 ; toujours au Brésil, la crise financière de 2002 a coïncidé avec l'année de l'élection présidentielle, tout comme le défaut de paiement massif de l'Argentine un an auparavant. En remontant plus loin dans le passé, la même constatation peut être faite pour la crise de la dette des années 1980 qui a suivi le défaut de paiement du Mexique.

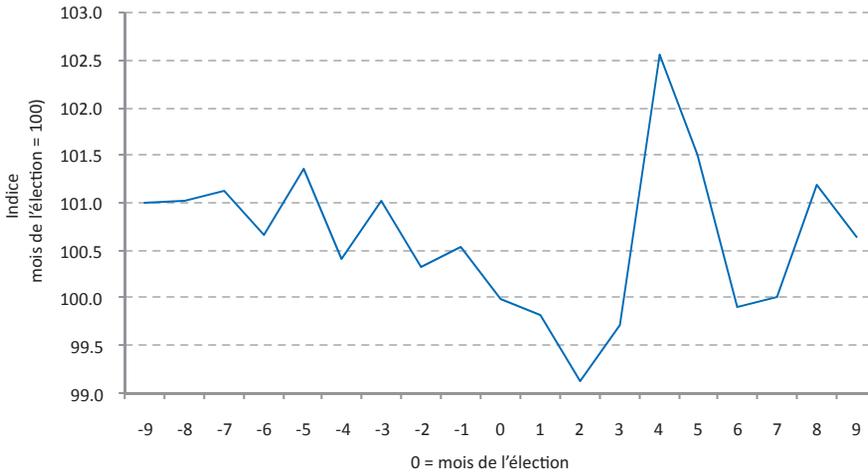
Les monnaies tendent à s'apprécier avant les élections et à se déprécier après

Une étude portant sur un grand nombre de pays d'Amérique latine au cours de la période 1960-1994 (Frieden *et al.*, 2001) indique que le taux moyen de dépréciation nominale du cours de change, deux mois après une élection, était de 7 pour cent – soit environ 4.5 points de pourcentage de plus que pendant les périodes non électorales comparables. La figure 3.9 présente l'évolution moyenne du cours de change réel dans les économies d'Amérique latine (par rapport au dollar des États-Unis) sur la période 1997-2008. Le schéma décrit ci-dessus y apparaît clairement : le cours de change s'apprécie avant les élections (mouvement descendant de la courbe sur la figure), puis se déprécie fortement (3.5 pour cent) deux mois après. À partir du cinquième mois suivant le vote, le cours de change réel retrouve un niveau proche de celui qui était le sien avant l'appréciation initiale. Si de nombreux facteurs peuvent expliquer les dépréciations consécutives aux élections, tous sont en lien avec l'appréciation qui les précède.

Quels sont les facteurs sous-jacents à ce phénomène ? Premièrement, les ajustements du cours du change sont généralement différés autant que possible. Les présidents sortants évitent de procéder à des dévaluations dans les mois qui précèdent les élections afin d'en limiter les effets négatifs sur le vote pour leur propre personne ou pour le candidat de leur parti (Stein *et al.*, 2005). En effet, Blomberg *et al.* (2005) estiment que la probabilité d'un abandon du cours du change fixe est faible avant les élections et forte après. Deuxièmement, l'augmentation des dépenses publiques (principalement pour l'achat de biens non exportables) avant les élections a tendance à entraîner une appréciation monétaire, mais seulement pour conduire à une dépréciation par la suite (Bonomo et Terra, 2005).

Dans les autres cas, les dépréciations anticipées du cours de change interviennent juste avant les élections, peut-être parce que les décideurs politiques craignent un jugement négatif des marchés financiers sur la viabilité de leur politique économique (par exemple au Mexique en 2006 et au Brésil en 2002). Ce phénomène est lié au marché de la dette publique car les acteurs du marché veulent anticiper les événements lorsqu'ils évaluent la soutenabilité de l'ancrage du cours de change avant les élections. C'est précisément pour devancer le recul de ce taux après l'élection que les banques d'investissement rétrogradent la dette d'Amérique latine avant le vote.

Figure 3.9. Cours du change réels au cours des neuf mois antérieurs et consécutifs aux élections en Amérique latine^{a b} (1997-2008^c)



Notes :

- a) Le cours du change réel est calculé par rapport au dollar des États-Unis. Les données sont calculées avec une base 100 pour le mois de l'élection (temps 0). Une augmentation de l'indice représente une dépréciation par rapport au dollar.
- b) Les pays d'Amérique latine étudiés sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Équateur, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela. La moyenne est géométrique, de manière à atténuer les effets des valeurs aberrantes.
- c) Les données couvrent la période allant de juillet 1997 à février 2008, correspondant à 23 élections présidentielles non concomitantes. Pour les élections à deux tours, c'est la date du second tour qui est considérée comme celle de l'élection.

Source : Nieto Parra et Santiso (2008a), d'après des données Datastream.

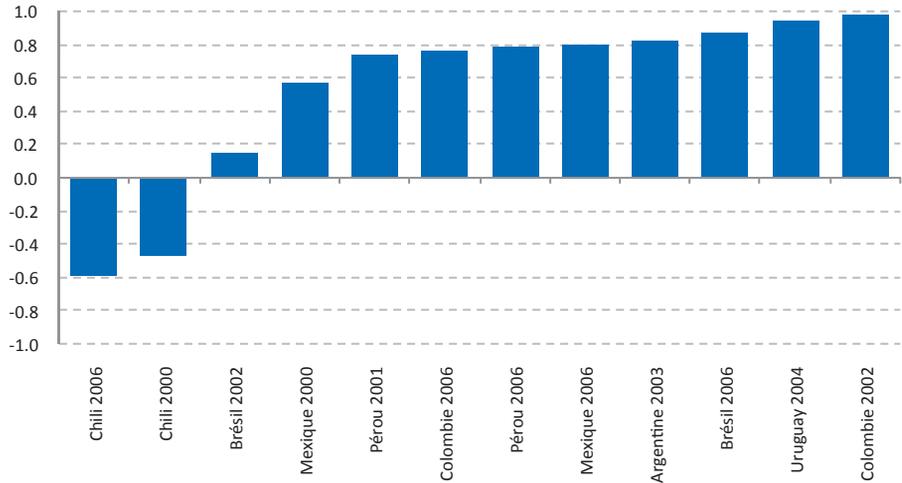
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Dans la plupart des pays d'Amérique latine au moment des élections présidentielles, les écarts de rendement sur les obligations souveraines suivent de près les mouvements du cours de change. La figure 3.10 illustre la corrélation entre ces variables dans les pays qui sont à la fois actifs sur le marché de la dette souveraine et dont le cours de change n'est pas fixe. Une monnaie en difficulté se traduit par une hausse des écarts sur les emprunts souverains, et inversement. Le Chili est le seul pays pour lequel cette corrélation est négative. De plus, la volatilité en période électorale y est faible par rapport aux autres économies de la région.

L'impact des élections sur la confiance des investisseurs peut se mesurer par leur impact sur les recommandations des banques

L'information que reçoivent les investisseurs est influencée par la situation politique. Les agences de notation ont tendance à rétrograder la dette souveraine au moment des élections²⁵. En période électorale en outre, les banques d'investissement réagissent de la même manière pour leurs recommandations (encadré 3.3).

Figure 3.10. Corrélation entre le cours du change et les écarts de rendement sur les obligations souveraines au moment des élections présidentielles



Note : Le coefficient de corrélation est calculé entre le taux de change nominal et les écarts sur les obligations souveraines mesurés par l'indice EMBI Global, d'après des données relevées quotidiennement sur une période de 100 jours avant l'élection considérée.

Source : Calculs du centre de développement de l'OCDE, d'après des données Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Les notations sont dévaluées avant les élections mais tendent à s'apprécier une fois les incertitudes dissipées

La figure 3.11 représente les recommandations émises par les banques d'investissement sur les obligations souveraines d'Amérique latine avant et après les élections dans la région.

En considérant l'Amérique latine de manière globale, on constate que les banques d'investissement commencent à rétrograder les emprunts souverains trois mois avant les élections présidentielles. Ce phénomène est particulièrement visible lorsqu'un candidat « non crédible » semble avoir une véritable chance de l'emporter. Cette révision à la baisse est suivie de recommandations négatives jusqu'à l'approche de la date de l'élection. Enfin, les banques deviennent plus confiantes quant à l'issue du vote et changent leurs recommandations, pour émettre un avis neutre, puis finalement positif²⁶. Ce schéma apparaît clairement dans de nombreuses élections présidentielles, y compris celles d'octobre 2002 au Brésil, de mai 2002 en Colombie, de juillet 1998, novembre 2002 et novembre 2006 en Équateur, de juillet 2000 et juillet 2006 au Mexique et de mai 2000 et juin 2006 au Pérou. C'est l'élection présidentielle au Brésil qui offre la preuve la plus frappante de ce changement de perception, comme l'explique plus en détail l'encadré 3.4.

Encadré 3.3. Facteurs déterminant les recommandations sur la dette souveraine établies par les banques d'investissement

Les recommandations que les banques d'investissement émettent à propos d'un titre donné représentent l'évaluation qualitative qu'elles font de sa valeur d'investissement. Une étude de Nieto Parra et Santiso (2008a) portant sur la période 1997-2008 analyse le rôle joué par les élections dans les recommandations des banques d'investissement à propos des obligations souveraines d'Amérique latine. Un modèle de régression a été établi par rapport à un large éventail de variables potentielles explicatives. On peut en conclure que plusieurs indicateurs sont corrélés positivement à une amélioration de la perception (c'est-à-dire une recommandation passant d'une souspondération à un avis neutre ou d'un avis neutre à une surpondération) :

i) indicateurs de solvabilité : hausse du ratio des réserves de change sur les importations ou baisse du ratio de l'encours de la dette souveraine sur les exportations ;

ii) indicateurs de la valeur d'investissement : hausse du rendement des obligations sur des périodes antérieures de 12 ou trois mois ;

iii) notations des obligations souveraines : révision favorable de la notation des emprunts souverains ;

iv) écarts sur les obligations souveraines : écart important sur les obligations souveraines (cette relation surprenante au premier abord s'explique par l'opportunité de cet investissement) ;

v) profondeur du marché obligataire : plus grand volume d'échanges par rapport au PIB ;

vi) production industrielle intérieure : hausse de la production industrielle ;

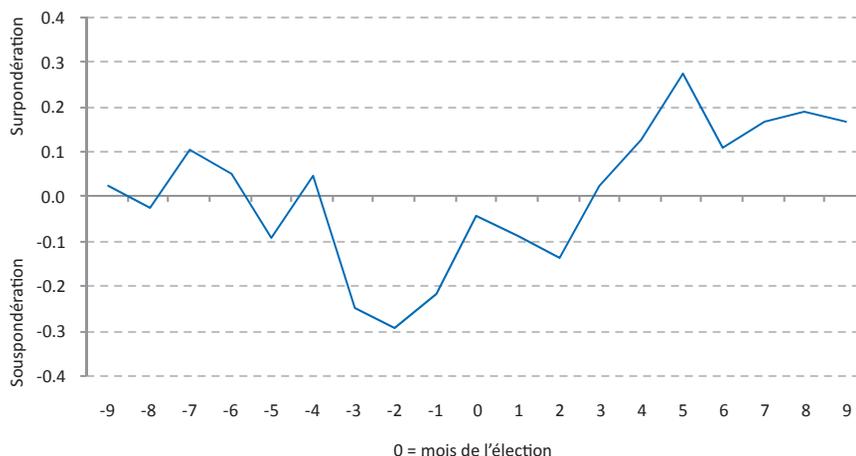
vii) élections présidentielles : elles influent négativement sur les recommandations. L'effet est particulièrement marqué en période pré-électorale et pendant les élections présidentielles au cours desquelles au moins l'un des candidats annonce des politiques macro-économiques considérées comme non crédibles.

Par rapport aux conclusions habituelles de la littérature sur l'interaction entre politique et marchés financiers, cette étude établit que la candidature d'un responsable sortant ne s'accompagne pas nécessairement d'une modification des recommandations. De surcroît, le fait que le candidat sortant soit largement favori (un signal apparent de continuité) n'est pas associé à des recommandations positives.

Les auteurs en concluent donc qu'une bonne gestion de la dette publique a bel et bien un effet positif sur les recommandations qui sont émises ; que la politique est un facteur déterminant, et en particulier la crédibilité (au sens macro-économique du terme) des politiques budgétaire et monétaire proposées par les partis et les pouvoirs publics – c'est là un élément essentiel à la stabilité des recommandations ; et que les recommandations dépendent avant tout des variables macro-économiques locales et financières. Les facteurs extérieurs (tels que les chiffres de la production industrielle aux États-Unis ou une évolution de l'aversion mondiale pour le risque) n'ont pas d'effet sur les recommandations relatives à la dette souveraine d'Amérique latine.

Pour de plus amples détails et des précisions méthodologiques, voir Nieto Parra et Santiso (2008a).

Figure 3.11. Recommandations des banques d'investissement au cours de neuf mois antérieurs et consécutifs aux élections en Amérique latine^{a b}
(1997-2008^c)



Notes :

a) Les recommandations des banques peuvent être classées en trois catégories : « surpondération » (1), « neutre » (0) et « souspondération » (-1). L'indice est calculé comme la moyenne arithmétique de l'ensemble des recommandations publiées.

b) Les pays d'Amérique latine étudiés sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Équateur, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela.

c) Les données couvrent la période allant de juillet 1997 à février 2008, correspondant à 23 élections présidentielles non concomitantes. Pour les élections à deux tours, c'est la date du second tour qui est considérée comme celle de l'élection.

Source : Nieto Parra et Santiso (2008a) d'après les recommandations publiées par les banques d'investissement.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Encadré 3.4. Les élections de 2002 et 2006 au Brésil : de la «Lula Preta» à la «Lula de Mel»

La figure 3.12 présente les recommandations établies par les banques d'investissement pour la dette publique extérieure brésilienne entre 2002 et 2007.

En 2002, la candidature de Luiz Inácio Lula da Silva est perçue comme un danger populiste pour la continuité des politiques économiques crédibles menées par le président Fernando Henrique Cardoso – et sa victoire au second tour entraîne un flot de recommandations négatives. Les investisseurs ont cette réaction car ils craignent un phénomène de *Lula Preta* (un jeu de mots avec le nom du candidat et évoquant une lune noire menaçante). Goldman Sachs, l'un des principaux acteurs du marché des obligations souveraines en Amérique latine, déclarait dans les jours qui ont suivi l'élection : *Nous demeurons prudents quant aux perspectives de cette dette car nous estimons que le nouveau gouvernement est mal préparé pour affronter des dossiers difficiles tels que la restauration de la confiance et la stabilisation du niveau de la dette publique, tout en mettant en chantier la reprise de l'activité économique [...] Face aux risques encourus et au redressement du prix des actifs, nous maintenons nos recommandations en faveur d'une souspondération de la dette extérieure et des taux d'intérêt à court terme libellés en BRL* (Goldman Sachs, *Emerging Markets Strategy*, 7 novembre 2002).

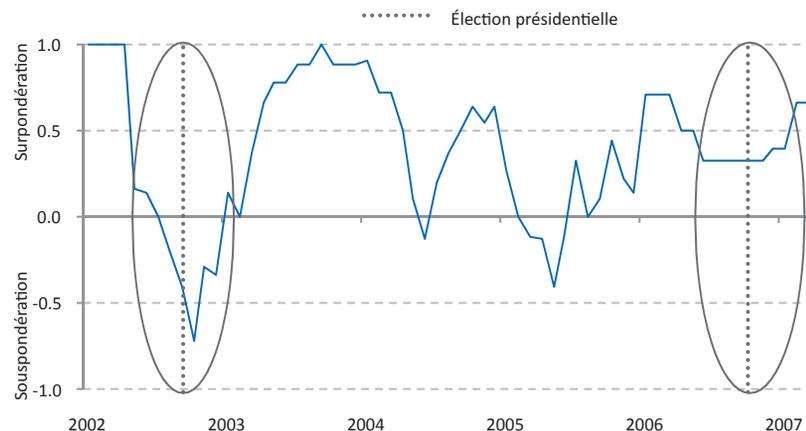
Les marchés financiers internationaux se sont montrés extrêmement circonspects face au nouveau gouvernement Lula au cours de cette période. Pendant la campagne, les écarts sur la dette brésilienne ont bondi, passant de 1 100 points de base 100 jours avant le vote à 2 000 points de base dans les jours précédant l'élection. Pendant toute une année, d'avril 2002 à avril 2003, les pouvoirs publics brésiliens n'ont pas pu émettre d'emprunts d'État sur les marchés financiers internationaux.

Devenu président, Lula lance un grand programme de communication. Il convainc notamment les acteurs du marché et les investisseurs de la volonté de son gouvernement d'adopter une approche macro-économique orthodoxe. Dans ce contexte, les déclarations sur la mise en place de politiques économiques favorisant la stabilité des prix et la solvabilité de l'État se sont révélées essentielles. La récompense s'est matérialisée sous la forme d'un revirement complet des recommandations, devenues positives. C'est le début de la *Lula de Mel* (autre jeu de mots évoquant cette fois une lune de miel).

Cette situation est radicalement différente de celle des élections présidentielles suivantes, en 2006. Les banques d'investissement ont maintenu des recommandations positives pour la dette publique brésilienne pendant la campagne, considérant manifestement que Lula représentait désormais un choix tout aussi sûr que Geraldo Alckmin, son rival partisan du marché et candidat du parti de Fernando Henrique Cardoso. Avant l'élection, Citigroup formulait les recommandations suivantes à l'intention de ses clients : *Quelle que soit l'issue du vote, les grandes lignes des politiques macro-économiques, y compris la responsabilité budgétaire, le ciblage de l'inflation et le cours de change flottant, resteront vraisemblablement inchangées* (Citigroup, *Global Economic Outlook and Strategy*, 23 août 2006).

Les écarts de rendement sont restés à des valeurs plancher, entre 175 et 275 points de base, pendant les 100 jours antérieurs et consécutifs à l'élection. Plus concrètement, moins d'un mois avant le jour du vote, le Brésil a émis un emprunt international libellé en BRL, avec une échéance en 2022 – un scénario inimaginable en 2002.

Figure 3.12. Les banques d'investissement et les élections au Brésil



Note : Les recommandations des banques d'investissement peuvent être classées en trois catégories : « surpondération » (1), « neutre » (0) et « souspondération » (-1).

Source : Calculs du Centre de développement de l'OCDE d'après les recommandations des banques d'investissement.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Les craintes des marchés financiers en période d'élections sont-elles justifiées ?

Les marchés financiers émergents craignent donc les conséquences qu'auront par la suite des politiques économiques expansionnistes menées avant les élections et ils sont dans l'incertitude quant aux politiques qui seront adoptées ensuite²⁷. Les répercussions de ces évolutions sur la perception des acteurs sont amplifiées en Amérique latine et dans les pays émergents de manière générale, en raison des difficultés chroniques de ces régions à mobiliser des ressources budgétaires (Ames, 1987 ; Schuknecht, 1996 ; Alesina *et al.*, 1999). Nous verrons dans cette section et la suivante si ces craintes sont fondées.

Les inquiétudes des marchés sont, d'une certaine façon, justifiées : les élections s'accompagnent en effet d'une volatilité fiscale

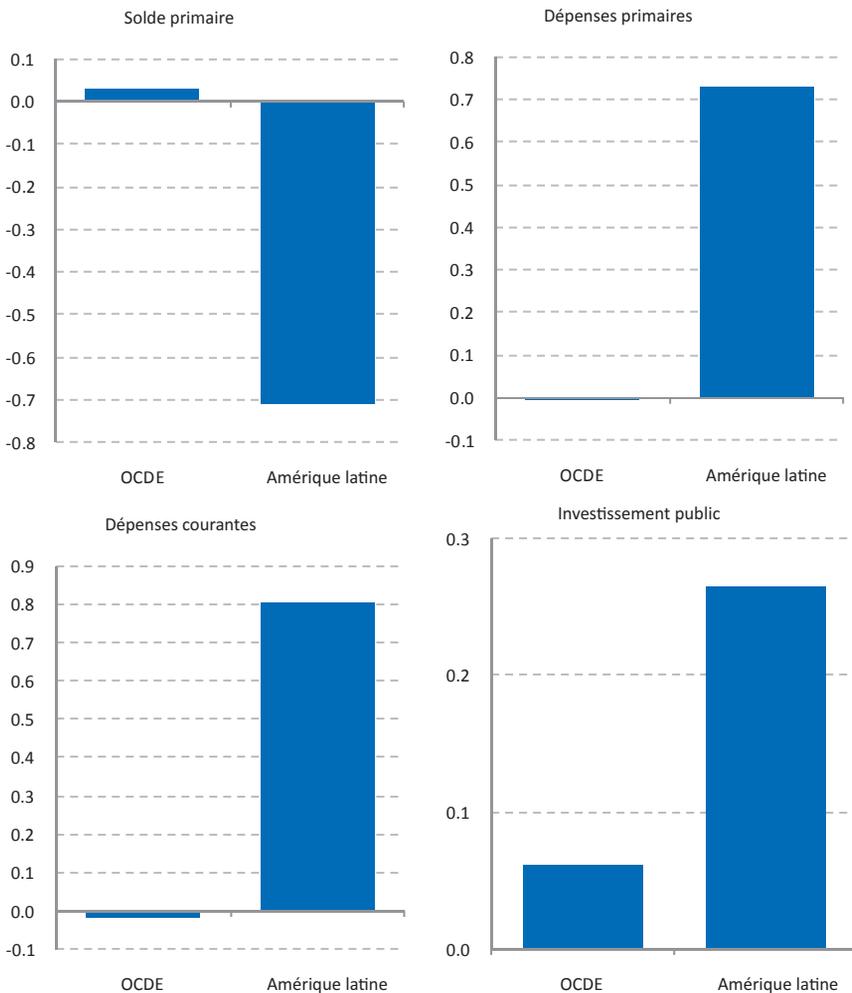
Une étude portant sur 28 pays de l'OCDE et 19 économies d'Amérique latine sur la période 1990-2006 laisse à penser que les principales composantes de la politique budgétaire sont beaucoup plus affectées par les élections générales dans cette région que dans les pays à revenu élevé (Nieto Parra et Santiso, 2008b)²⁸. La figure 3.13 offre un aperçu de l'évolution de quatre variables budgétaires dans ces pays en période électorale : le déficit budgétaire avant paiement d'intérêts (solde primaire), les dépenses publiques hors paiement d'intérêts (dépenses primaires), les dépenses courantes et l'investissement public.

Dans les pays d'Amérique latine, le solde primaire moyen diminue de près de 0.7 pour cent du PIB en année d'élection. La majeure partie de cette baisse s'explique par l'évolution de la composante dépenses, au sein de laquelle les dépenses courantes sont particulièrement affectées, plus que les dépenses en capital. Ces dernières varient peu au cours de l'année même de l'élection, mais l'investissement public augmente de 0.3 pour cent du PIB pendant l'année qui la précède²⁹.

Dans les pays de l'OCDE à l'inverse, les variations observées du solde primaire et des dépenses courantes en année électorale sont minimales, représentant moins de 0.1 pour cent du PIB pour chacune de ces variables³⁰. La taille relativement restreinte de l'État dans les démocraties de la région rend d'autant plus remarquable cette différence entre pays d'Amérique latine et de l'OCDE (voir le tableau 2.1 du chapitre 2 pour une comparaison).

Figure 3.13. L'incidence des élections sur la politique budgétaire en Amérique latine et dans les pays de l'OCDE^{a b}

(variation des indicateurs budgétaires sélectionnés, en pourcentage du PIB)



Notes :

a) L'incidence des élections sur la politique budgétaire est calculée comme la différence entre les variables budgétaires (en pourcentage du PIB) en année d'élection et en année non électorale, à l'exception de l'investissement public, qui est censé précéder le vote d'un an.

b) Pour les pays à régime politique parlementaire, ce sont les élections législatives qui ont été étudiées ; pour les pays à régime présidentiel, ce sont les élections des responsables de l'exécutif. Les données portant sur la politique budgétaire font référence à l'administration centrale.

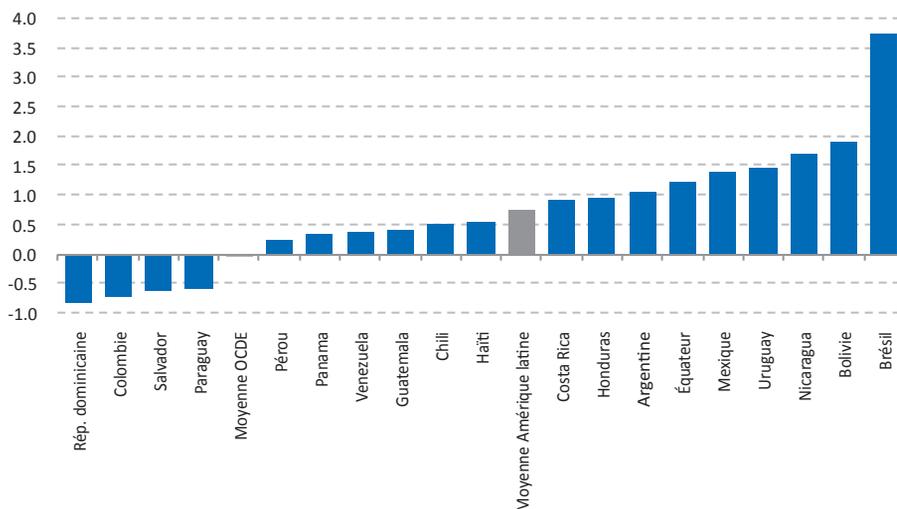
Source : Nieto Parra et Santiso (2008b) d'après le *Secretaria do Tesouro Nacional* pour le Brésil, la base de données sur les finances publiques Cepal/Ilpes pour les autres pays d'Amérique latine et les Comptes des administrations publiques de l'OCDE pour les pays de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

La figure 3.13 met en évidence l'importance des dépenses primaires parmi les variables de la politique budgétaire affectées par les campagnes électorales. La figure 3.14 propose une analyse de ce résultat par pays et illustre l'incidence des élections sur les dépenses primaires exprimées en part du PIB. Les variations sont considérables. Ainsi en Bolivie, au Brésil et au Nicaragua, les dépenses primaires augmentent de plus de 1.5 pour cent du PIB par rapport aux périodes non électorales. À l'inverse, au Chili, au Guatemala, au Panama, au Paraguay, au Pérou et au Venezuela, elles ne sont apparemment pas affectées par le processus électoral.

Figure 3.14. L'incidence des élections sur les pays d'Amérique latine^{a b}, 1990-2006

(variation des dépenses primaires, en pourcentage du PIB)



Notes :

a) L'incidence des élections sur la politique budgétaire est calculée comme la différence entre les variables budgétaires (en pourcentage du PIB) en année d'élection et en année non électorale.

b) Pour les pays à régime politique parlementaire, ce sont les élections législatives qui ont été étudiées ; pour les pays à régime présidentiel, ce sont les élections des responsables de l'exécutif. Les données portant sur la politique budgétaire font référence à l'administration centrale.

Source : Nieto Parra et Santiso (2008b) d'après le Secretaria do Tesouro Nacional pour le Brésil, la base de données sur les finances publiques Cepal/Ilpes pour les autres pays d'Amérique latine et les Comptes des administrations publiques de l'OCDE pour les pays de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

L'incertitude en période électorale : le rôle des programmes politiques et économiques

Durant les élections, les politiques de tous les candidats « réalistes » comptent ; l'incertitude peut être amplifiée par le pouvoir de veto d'acteurs extérieurs au processus politique

Puisqu'une obligation représente une créance à long terme sur les flux de trésorerie d'un État, le processus électoral – et notamment la crédibilité de la politique économique défendue par les principaux candidats – fait toujours l'objet d'une attention particulière de la part des marchés financiers. Lorsqu'un candidat ayant de bonnes chances de l'emporter mène campagne en proposant une politique qui n'est pas crédible, les marchés deviennent particulièrement fébriles. Ces craintes ne se concrétisent pas forcément : un autre candidat peut gagner ou le candidat suscitant les craintes peut agir différemment une fois au pouvoir. En effet, il n'est pas rare de constater des différences considérables entre les programmes défendus par les candidats populistes et la politique qu'ils adoptent une fois élus (Archer *et al.*, 2007). Il existe toutefois un risque de voir ces craintes se matérialiser en raison de leur existence même, dès lors qu'elles bloquent le levier que constitue pour les pouvoirs publics le financement par la dette.

Les interactions entre crédibilité et incertitudes diffèrent selon la solidité des démocraties³¹. L'une des caractéristiques des démocraties imparfaites (et elles le sont toutes dans une certaine mesure) réside dans le rôle joué par les acteurs qui ont droit de veto, c'est-à-dire des acteurs non élus ayant le pouvoir d'empêcher la mise en place des stratégies politiques. Le degré d'influence de ces acteurs incontournables (syndicats puissants du secteur public ou groupes de pression dans le secteur privé, par exemple) constitue un bon indicateur de la qualité

d'une démocratie. Lorsque ces acteurs influents sont puissants, les marchés financiers sont confrontés à une dose d'incertitude supplémentaire. Un candidat apparemment crédible peut, par exemple, être empêché d'engager les réformes nécessaires. À l'inverse, un système efficace de contre-pouvoirs rassure les marchés, quelle que soit l'issue des élections. Des institutions publiques fortes sont perçues comme un gage de stabilité, qui limite l'ampleur des revirements politiques (Henisz et Mansfield, 2006).

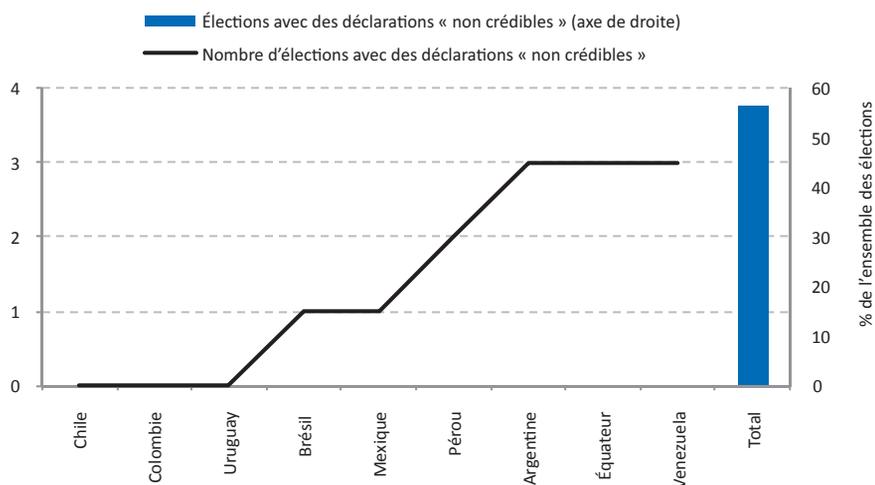
Les pouvoirs publics ont à leur disposition tout un arsenal de stratégies pour atténuer le manque de crédibilité. L'adoption ou le retrait de dispositions en matière de politique monétaire ou budgétaire peuvent limiter la capacité de certains acteurs à bloquer les processus ou celle des gouvernements suivants à modifier les orientations d'une manière qui ne serait pas crédible (Keefer et Stasavage, 2002). La possibilité d'un renouvellement des mandats a également tendance à réduire l'incertitude – puisque les responsables en place peuvent demeurer au pouvoir – mais elle n'élimine pas les problèmes de crédibilité.

Ces incertitudes si nuisibles peuvent être limitées sans entraver pour autant la liberté d'action des candidats ou des hommes politiques en place

Les partis politiques peuvent jouer un rôle essentiel pour susciter et préserver la confiance des marchés. C'est à l'entier bénéfice de la crédibilité et sans véritable sacrifice sur le plan de l'indépendance que le choix des candidats et l'élaboration des programmes peuvent s'opérer dans le cadre d'institutions qui accordent à la stabilité et à la crédibilité des politiques économiques la priorité qu'elles méritent. Ce n'est pas là porter atteinte à la définition d'approches distinctes de la politique par chacun des partis. La légitimité des partis – par opposition à celle des personnes – ainsi que leur force constituent donc des piliers essentiels de l'institutionnalisation du multipartisme et favorisent l'émergence d'un débat adulte sur les processus politiques (BID, 2005).

Une fois au pouvoir, les gouvernements peuvent rapidement envoyer des signaux témoignant de leur crédibilité. C'est particulièrement important pour les gouvernements de gauche dont, globalement, les programmes semblent moins privilégier la crédibilité qui préoccupe les banques, les investisseurs et les agences de notation.

Dans ce contexte, quels sont les signaux de politique économique concrets auxquels les marchés financiers prêtent attention ? La figure 3.15 répertorie les déclarations des candidats aux élections en Amérique latine qui ont été reprises en 2008 dans *The Economist* (une source d'information importante pour les marchés financiers). Elle les classe comme étant « crédibles » ou « non crédibles ». Par définition ou presque, cette analyse se limite aux déclarations des principaux candidats pour chaque élection. Une déclaration est jugée « non crédible » si elle entraîne des commentaires évoquant la crainte d'une politique budgétaire expansionniste qui minera la soutenabilité de la dette, d'un éventuel moratoire ou d'une renégociation du paiement de la dette, d'une politique monétaire inflationniste, de l'éventuel abandon, le cas échéant, de l'indépendance de la banque centrale ou du ciblage de l'inflation, ou encore de l'alignement sur des politiques populistes. L'étude porte sur l'ensemble des 23 élections présidentielles organisées au cours de la période 1998-2008 dans certains pays d'Amérique latine.

Figure 3.15. Les déclarations politiques « non crédibles » des candidats, 1990-2008

Source : Nieto Parra et Santiso (2008a) d'après The Economist.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

En Amérique latine, les déclarations économiques des candidats diffèrent grandement d'un pays à l'autre

112

Sur l'ensemble de l'échantillon (barre bleue à droite), la politique économique d'au moins l'un des principaux candidats a été considérée comme n'étant pas crédible dans plus de la moitié des élections. Cependant, les résultats sont très différents en fonction des pays. Aucun risque de crédibilité n'a été perçu en Colombie (dirigée alternativement par des forces politiques partageant la même orientation sur le marché), ni au Chili (dirigé par la même coalition gouvernementale sur toute la période étudiée et où les forces politiques affichent les mêmes orientations crédibles). Dans ce dernier pays, la presse fait rarement état d'un manque de crédibilité des politiques économiques dans sa couverture des élections³². Malgré quelques différences à la marge, tous les principaux candidats aux élections présidentielles chiliennes ont soutenu, au cours de la période étudiée, les dispositions budgétaires contracycliques et le cadre anti-inflationniste du pays.

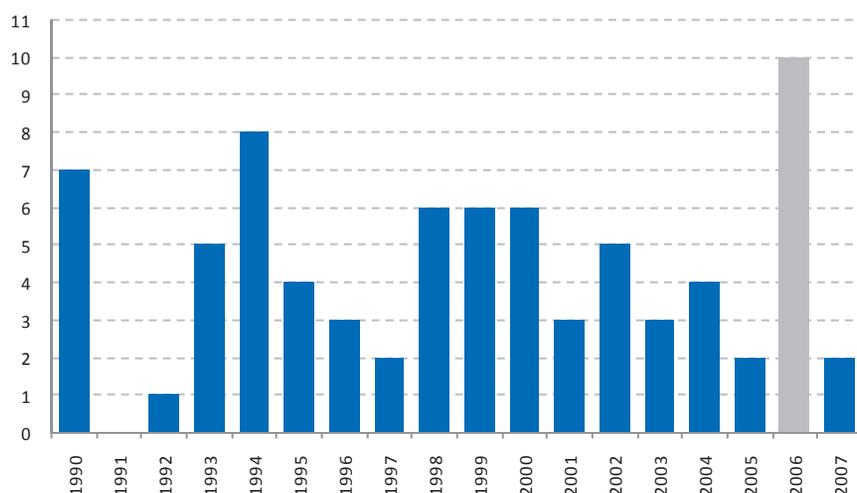
Au Brésil et au Mexique, le manque de crédibilité n'a été soulevé que de manière sporadique. Parmi les trois scrutins présidentiels qui ont eu lieu au Brésil, un seul (celui d'octobre 2002) a donné lieu à des inquiétudes en la matière. Il s'agit bien sûr de la première élection de Luiz Inácio Lula da Silva, déjà évoquée. Au Mexique, la candidature (malheureuse) du populiste Andrés Manuel López Obrador à l'élection présidentielle de 2006 a été perçue comme une menace potentielle pour la continuité d'une politique économique crédible.

À l'autre extrémité de la courbe, l'Argentine, l'Équateur et le Venezuela ont connu d'importants revirements de leur orientation politique et les élections qui s'y sont déroulées se sont caractérisées par des différences extrêmes entre les programmes proposés à l'électorat³³.

LES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX CONSIDÈRENT-ILS QUE LA DÉMOCRATIE ARRIVE À MATURITÉ EN AMÉRIQUE LATINE ?

À l'exception de l'Argentine, tous les grands pays d'Amérique latine ont procédé à des élections en 2006. Plus de 80 pour cent des habitants de la région se sont rendus aux urnes pour élire leur chef d'État – un chiffre assez exceptionnel (figure 3.16) et qui n'a entraîné aucune perturbation majeure sur les marchés financiers. C'est là une différence remarquable par rapport aux années précédentes. Il est dès lors tout naturel de s'interroger : s'agit-il d'un phénomène ponctuel ou de la preuve d'un changement permanent de l'attitude des marchés financiers ? Il est trop tôt pour affirmer que ces derniers considèrent désormais l'Amérique latine comme une région arrivée à maturité, mais il existe bel et bien des signes encourageants, qui témoignent d'une transformation à l'œuvre.

Figure 3.16. Nombre d'élections présidentielles chaque année en Amérique latine^{a b}



Notes :

a) Les pays d'Amérique latine étudiés sont l'Argentine, la Bolivie, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Costa Rica, l'Équateur, le Guatemala, Haïti, le Honduras, le Mexique, le Nicaragua, le Panama, le Paraguay, le Pérou, la République dominicaine, le Salvador, l'Uruguay et le Venezuela.

b) Pour les élections à deux tours, c'est la date du second tour qui est considérée comme celle de l'élection.

Source : Calculs du Centre de développement de l'OCDE, d'après Nieto Parra et Santiso (2008a).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

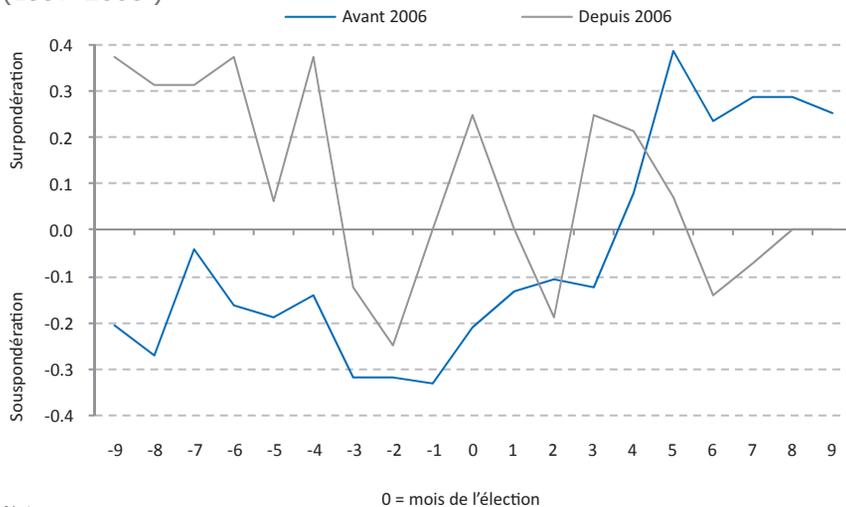
Il n'est pas aisé de comparer les répercussions des élections au cours d'années différentes, étant donné les fluctuations du contexte économique et financier international. La relative stabilité enregistrée en 2006 pourrait ainsi être attribuée à la bonne liquidité générale des marchés et aux conditions extérieures favorables à ce moment.

C'est pourquoi les recommandations des banques d'investissement peuvent se révéler plus utiles que d'autres indicateurs si l'on veut mesurer la confiance des marchés financiers puisque, comme l'explique l'encadré 3.3, ces recommandations éliminent les facteurs exogènes. En 2006, les recommandations globales pour

l'Amérique latine sont restées positives, avec une moyenne de 0.13. Ce résultat est meilleur que ceux obtenus lors des précédentes périodes électorales dans la région : en 1998, 1999, 2000 et 2002, les recommandations atteignaient des moyennes respectives de -0.13, 0.09, 0.07 et 0.02.

La figure 3.17 pousse cette analyse plus loin et permet d'observer l'évolution de la perception qu'ont les analystes des politiques menées en Amérique latine. Les recommandations des banques sont divisées en deux sous-échantillons qui portent sur les élections organisées avant et après le début de l'année 2006. Si les recommandations baissent avant les élections dans ces deux sous-échantillons, elles demeurent à un niveau supérieur dans le second à celui enregistré dans le premier.

Figure 3.17. Recommandations des banques d'investissement au cours des neuf mois antérieurs et consécutifs aux élections en Amérique latine^{a b}
(1997-2008^c)



Notes :

a) Les recommandations des banques peuvent être classées en trois catégories : « surpondération » (1), « neutre » (0) et « souspondération » (-1).

b) Les pays d'Amérique latine étudiés sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Équateur, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela.

c) Les données couvrent la période allant de juillet 1997 à février 2008. Elles portent sur 15 élections présidentielles avant 2006 et 8 élections présidentielles après 2006. Pour les élections à deux tours, c'est la date du second tour qui est considérée comme celle de l'élection.

Source : Calculs du centre de développement de l'OCDE d'après les publications des banques d'investissement.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

L'impact des élections est beaucoup moins marqué depuis 2006...

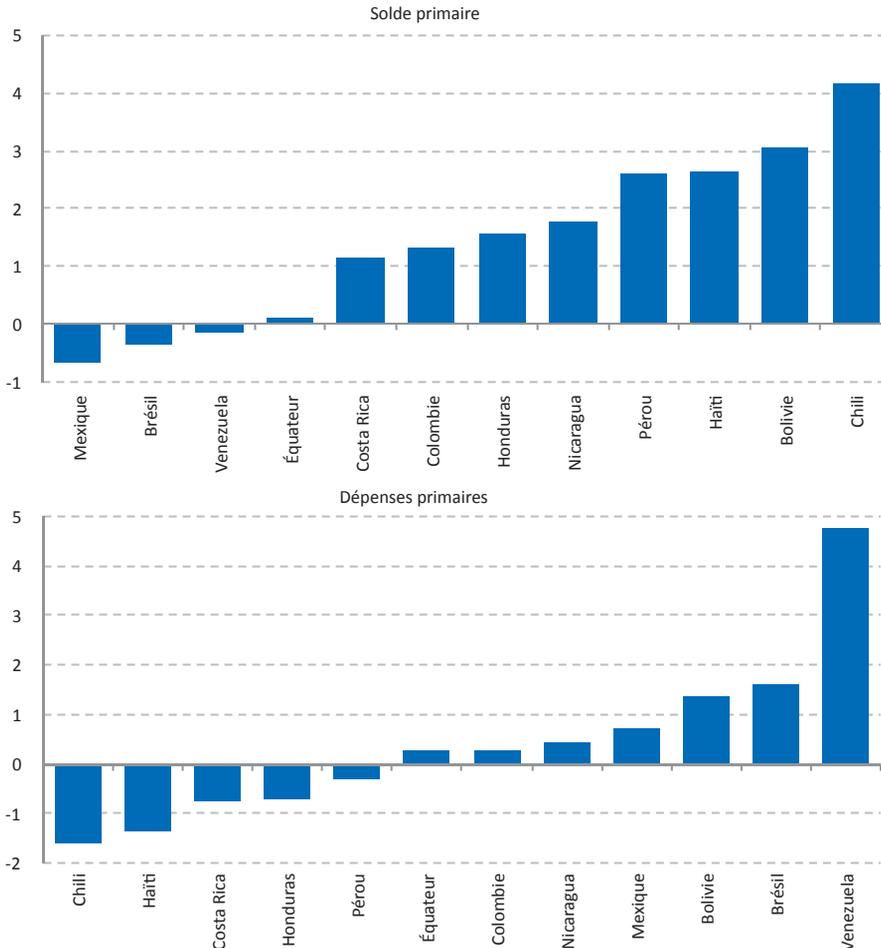
Il est possible de confirmer cette comparaison à l'aide de techniques économétriques simples, en analysant séparément les mêmes périodes³⁴. Avant 2006, les banques rétrogradaient l'Amérique latine avant les élections. Depuis 2006 au contraire, l'impact des élections sur les recommandations n'est plus statistiquement significatif. De plus, l'analyse par régression semble indiquer que les élections ont une incidence moindre sur les recommandations au cours de la période électorale de 2006 que pendant les périodes électorales antérieures. La durée couverte par les deux sous-échantillons étant différente, il convient toutefois d'interpréter ces chiffres avec prudence. En effet, les observations sont moins nombreuses pour la seconde période (de deux ans seulement), ce qui pourrait expliquer en soi que l'impact des élections de 2006 ne soit pas significatif.

Malgré ces réserves, on peut certainement justifier ce changement d'attitude de la part des marchés. La figure 3.18 compare l'effet des élections de 2006 sur l'excédent primaire et les dépenses primaires. Désavouant ceux qui ont une vision désabusée de la politique, les pays qui ont procédé à une élection en 2006 ont vu leur excédent primaire augmenter et non l'inverse. Une partie de cette discipline budgétaire peut sans aucun doute être attribuée à un contexte plus favorable de forte croissance du PIB en volume. Comme le montre le second diagramme de la figure 3.18, ce ne sont certainement pas les restrictions sur les dépenses qui ont fait reculer les déficits. Parmi ces pays, nombreux sont en effet ceux qui ont enregistré une hausse substantielle de leurs dépenses primaires, exprimées en pourcentage du PIB. C'est le cas du Brésil, du Mexique et du Venezuela, pour lesquels la forte augmentation des dépenses primaires a contribué à creuser les déficits budgétaires, affichant un contraste saisissant avec le Chili.

... et il s'accompagne en partie d'un excédent primaire supérieur – lié à une meilleure progression du PIB – et non d'une restriction des dépenses...

Figure 3.18. Incidence des élections présidentielles sur les variables budgétaires

(en pourcentage du PIB, élections présidentielles de 2005 et 2006 par rapport aux années non électorales précédentes)



Note : L'incidence des élections de 2005 et 2006 sur la politique budgétaire est calculée comme la différence entre la variable fiscale étudiée (exprimée en part du PIB) au cours de l'année de l'élection et au cours des années non électorales précédentes.

Source : Nieto Parra et Santiso (2008b) d'après le *Secretaria do Tesouro Nacional* pour le Brésil et la *Base de données sur les Finances Publiques Cepal/Ilpes* pour les autres pays d'Amérique latine.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

... même si l'on n'a pas observé de diminution des programmes politiques non crédibles

Une évolution de la crédibilité des déclarations des candidats aux élections ne peut toutefois pas être avancée comme une cause valable de l'amélioration de la perception. La part des scrutins aux cours desquels au moins l'un des principaux candidats a proposé une politique économique qui n'était pas crédible est restée élevée. Pour cinq des huit élections étudiées (Argentine, Équateur, Mexique, Pérou et Venezuela), au moins l'un des principaux candidats a été perçu comme un risque pour la poursuite d'une politique crédible. Seules les élections présidentielles au Brésil, au Chili et en Colombie ont été exemptes de ce type de craintes.

CONCLUSIONS

L'Amérique latine se distingue toujours par des niveaux d'endettement public élevés et demeure vulnérable aux chocs négatifs. Cependant, elle a réalisé des progrès considérables dans la gestion des composantes de sa dette et a réduit son exposition aux devises. Ces évolutions ne sont pas nouvelles sur le marché intérieur de la dette publique. En revanche, les émissions internationales libellées en monnaie locale font figure de nouveauté. Le climat économique favorable dont bénéficie la région depuis quelques années a sans aucun doute contribué à leur augmentation. Des problèmes demeurent toutefois quant au développement des marchés obligataires intérieurs.

L'une des principales caractéristiques du marché des obligations souveraines en Amérique latine – qui en est presque la définition – est que celui-ci est devenu extrêmement sensible aux événements politiques depuis le retour de la démocratie.

Deux grands facteurs permettent d'expliquer le rôle que jouent la politique monétaire et, surtout, la politique budgétaire dans cette sensibilité. Premièrement, les inflexions apportées à la politique budgétaire (notamment aux dépenses) en période électorale peuvent nuire aux intérêts des investisseurs et affecter la crédibilité des systèmes économiques. Deuxièmement, il existe une certaine incertitude quant à l'orientation et à la crédibilité de la politique que les candidats mettront en place. Une forte volatilité des marchés financiers en période électorale peut signaler un engagement insuffisant des pouvoirs publics et des partis en faveur de la crédibilité et de la stabilité de la politique économique, pendant et après les élections. Une bonne pédagogie à destination des marchés, une communication claire et prudente ainsi qu'une gestion avisée de la politique économique de la part de l'ensemble des acteurs de la classe politique peuvent contribuer de manière significative à faire évoluer le comportement des marchés dans un sens positif pendant les périodes d'élections. Dans ce contexte, l'information sur la dette souveraine que fournissent les agences de notation et les banques d'investissement revêt un caractère essentiel.

ANNEXE STATISTIQUE

Note méthodologique

Recommandations des banques d'investissement concernant la dette extérieure souveraine dans les économies émergentes

Les pays étudiés sont les principales économies d'Amérique latine en termes de PIB et d'émissions sur le marché obligataire : l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Équateur, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela.

La base de données comprend les recommandations de 13 banques d'investissement, qui sont toutes des souscripteurs importants sur les marchés obligataires émergents. Toutes ces sociétés de courtage sont issues de pays développés, étant donné que ce sont les principaux teneurs de marché : ABN AMRO (ABN), Barclays Capital (BARCLY), Bear Stearns (BS), Citigroup – précédemment Salomon Smith Barney (CITI), Crédit Suisse – précédemment Crédit Suisse First Boston (CSFB), Deutsche Bank (DB), Dresdner Kleinwort Wasserstein (DK), Goldman Sachs (GS), JPMorgan (JPM), Lehman Brothers (LB), Merrill Lynch (ML), Morgan Stanley (MS) et UBS (UBS). Ensemble, ces banques ont géré en tant que souscripteurs plus de 85 pour cent des émissions souveraines sur le marché primaire en Amérique latine au cours de la période étudiée.

Cette base de données comprend plus de 5 000 recommandations aux investisseurs institutionnels formulées entre juillet 1997 et mars 2008 et recueillies à partir de 699 rapports publiés (tableau 3. A1)³⁵.

Tableau 3.A1. Base de données des recommandations des banques d'investissement

(nombre d'observations de juillet 1997 à mars 2008)

117

	ABN	BARCLY	BS	CITI	CSFB	DB	DK	GS	JPM	LB	ML	MS	UBS	Total
Argentine	15	3	56	107	82	50	57	25	83	19	40	57	14	608
Brésil	12	17	65	105	81	50	54	25	85	19	51	53	18	635
Chili	11	15	41	110	82	0	0	25	83	19	0	30	10	426
Colombie	12	15	65	107	82	51	57	25	85	19	44	54	12	628
Équateur	1	16	58	106	67	51	53	25	81	18	46	41	15	578
Mexique	15	15	63	107	78	50	55	25	85	19	49	50	16	627
Pérou	1	16	65	104	80	51	54	25	83	19	47	53	14	612
Uruguay	0	0	51	26	61	0	0	16	80	19	21	12	0	286
Venezuela	12	14	60	111	77	51	54	25	82	19	48	52	14	619
Total	79	111	524	883	690	354	384	216	747	170	346	402	113	5 019
Participation aux souscriptions en Amérique latine (%)	2.6	2.3	0.6	9.3	6.0	10.6	2.4	9.7	21.8	0.1	7.5	7.8	6.9	87.5

Note : Les publications utilisées sont : Emerging Markets Fortnightly (ABN AMRO), LatAm Drivers Fortnightly (Barclays Capital), Global Emerging Markets Monthly (Bear Stearns), Economics/Strategy (Citigroup), Debt Trading Monthly (Crédit Suisse), Emerging Markets Monthly (Deutsche Bank), EM Strategist (Dresdner Kleinwort Wasserstein), Global Interest Rate Strategy (Goldman Sachs), Emerging Markets Outlook and Strategy (JPMorgan), Emerging Markets Compass (Lehman Brothers), Emerging Markets Debt Monthly (Merrill Lynch), EMD Perspectives Quarterly (Morgan Stanley) et Emerging Markets Debt Strategy Perspectives (UBS).

Source : Nieto-Parra et Santiso (2008a) d'après les publications des banques d'investissement (pour les recommandations) et des données Dealogic (pour les souscriptions).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Tableau 3.A2. Encours de la dette publique extérieure (en pourcentage des exportations de biens et services)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argentine	69.1	72.3	65.4	148.6	132.8	111.1	125.8	130.1	148.7	174.5	164.7	175.8	211.3	197.6	178.9	77.4	73.9
Bolivie	3.5	3.7	4.4	1.9	1.4	1.4	1.3	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Brsil	6.3	8.5	25.2	25.2	101.0	92.6	96.1	78.8	80.0	87.0	78.0	67.6	70.3	65.7	48.2	40.7	28.7
Chili	0.4	1.7	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.7	10.1	15.0	13.2	10.6	8.6
Colombie	2.9	3.5	4.1	8.0	10.8	12.6	23.3	27.5	38.2	42.8	44.6	56.9	55.4	49.9	46.1	37.7	38.0
Costa Rica	29.1	26.1	21.6	19.1	16.6	12.1	11.1	10.7	11.0	12.5	15.9	20.8	19.3	19.2	21.1	18.1	15.6
Équateur	0.0	0.0	0.0	0.0	3.9	105.7	97.3	92.9	106.9	96.9	54.2	55.3	51.9	44.0	36.4	32.9	22.4
Guatemala	11.2	9.3	7.3	6.3	8.5	8.2	7.2	9.2	7.6	6.9	5.3	11.2	8.9	12.1	15.2	11.2	9.7
Honduras	0.0	0.0	0.0	11.7	10.5	7.8	6.0	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Mexique	73.5	70.7	57.1	55.8	53.5	46.8	47.2	39.5	38.1	35.6	27.1	26.9	25.7	25.1	22.8	18.2	13.0
Nicaragua	0.0	150.6	160.3	131.8	96.1	70.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Panama	4.6	3.8	3.3	3.1	0.0	0.0	37.6	33.8	36.3	45.4	43.9	51.7	57.0	58.5	58.7	50.9	45.5
Paraguay	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pérou	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	57.3	42.4	46.1	41.2	37.4	37.7	43.2	46.9	42.7	38.6	28.8
République dominicaine	0.0	0.0	0.0	0.0	8.5	7.8	7.2	6.2	5.7	5.2	4.6	9.4	9.2	13.6	12.7	11.2	12.6
Salvador	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	1.5	3.2	22.6	24.5	24.1	21.4	27.2
Uruguay	23.4	60.4	57.6	58.4	55.7	50.2	49.0	51.0	57.2	57.5	61.6	71.4	96.8	117.4	88.6	76.6	69.4
Venezuela	91.5	106.6	117.4	118.5	109.1	91.7	76.4	69.2	84.5	69.1	42.9	50.8	51.1	53.5	42.9	38.4	26.0
Moyenne Amérique latine	17.5	28.7	29.2	32.7	33.8	34.4	35.7	33.0	36.7	37.7	32.3	35.6	40.7	41.3	36.2	26.9	23.3
Moyenne Amérique latine (8) ^a	33.4	40.5	41.2	51.8	57.9	50.6	59.4	54.8	61.6	63.5	57.1	61.2	70.5	71.4	60.4	42.3	35.8
PRIT ^b	3.7	3.7	4.2	4.7	5.1	5.8	6.7	6.7	8.0	7.7	6.3	6.9	6.3	5.6	5.0	4.4	3.9
PRI ^b	15.7	16.0	15.5	18.4	23.6	21.0	21.6	20.3	23.3	23.6	21.3	21.5	21.4	19.6	16.6	12.6	10.5
PRIT ^b	24.0	25.4	24.5	29.4	38.9	33.2	33.8	31.6	35.5	36.9	33.8	34.0	35.4	33.0	28.0	21.0	17.4

Notes :

a) La moyenne Amérique latine (8) inclut l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela

b) Les pays à revenu intermédiaire (PRI), les pays à revenu intermédiaire tranche supérieure (PRITS) et les pays à revenu intermédiaire tranche inférieure (PRITI) incluent toutes les régions et sont définis selon la classification de la Banque mondiale qui prend en compte le RNB par habitant.

PRITI : pays à revenu intermédiaire tranche inférieure ; PRI : pays à revenu intermédiaire ; PRITS : pays à revenu intermédiaire tranche supérieure.

Source : Calculs du Centre de développement de l'OCDE d'après la base de données *Global Development Finance* de la Banque mondiale.StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

Les recommandations sont classées comme suit : surpondération (valeur de 1), neutre (0) et souspondération (-1). Elles désignent la détention recommandée par rapport au poids de l'obligation dans un indice de référence. Ainsi, une recommandation de surpondération suggère de détenir un volume de titres de manière à ce qu'il soit plus important dans le portefeuille de l'investisseur que dans son indice de référence. Ce dernier est généralement l'un des indices EMBI calculés par JPMorgan.

Étant donné les contraintes propres à la gestion d'un portefeuille, il paraît naturel d'associer une recommandation de surpondération à une recommandation de souspondération. Mathématiquement, un portefeuille surpondérant une obligation doit en souspondérer une autre, si ce n'est toutes. Il est d'ailleurs intéressant de noter qu'il n'existe pas d'obligation de compenser la représentation d'un titre par celle d'un seul autre et qu'une recommandation de surpondération peut être compensée par plus d'une recommandation de souspondération, et inversement. Cependant, ce conseil est souvent implicite et les recommandations ne sont évidemment pas établies de manière symétrique.

Tableau 3.A3. Recommandations des banques d'investissement (moyennes par pays)

	Argentine	Brésil	Chili	Colombie	Équateur	Mexique	Pérou	Uruguay	Venezuela
T3 1997	1.0	0.0	1.0	0.0	-1.0	0.5	0.0		-1.0
T4 1997									
T1 1998	0.7	-0.3	0.7	0.0	-0.7	1.0	-0.3		-1.0
T2 1998	-0.3	0.5	-0.5	0.0	-1.0	1.0	-1.0		-1.0
T3 1998	0.3	-0.7	-0.7	-0.3	-1.0	1.0	-1.0		-0.3
T4 1998	-1.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	1.0		-1.0
T1 1999	-1.0	-0.5	0.0	1.0	-1.0	1.0	1.0		-1.0
T2 1999	-1.0	0.0	0.0	1.0	-0.7	0.7	1.0		-0.3
T3 1999	-1.0	0.0	1.0	0.0	-0.7	1.0	1.0		0.3
T4 1999	-0.3	0.5	1.0	1.0	-1.0	-0.5	0.5		-0.5
T1 2000	0.0	0.8	1.0	0.5	-1.0	1.0	0.2		-0.8
T2 2000	-0.5	0.5	0.3	0.0	-0.7	0.2	0.2		-0.5
T3 2000	-1.0	1.0	1.0	0.0	-0.5	0.2	-0.2		-0.2
T4 2000	-1.0	1.0	0.0	0.0	0.3	0.0	-0.2		0.3
T1 2001	-0.1	1.0	-0.5	0.1	0.4	-0.3	0.1		0.7
T2 2001	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.1	0.4	0.0	0.0	1.0
T3 2001	-0.9	-0.4	-0.3	0.0	0.8	0.8	0.6	-0.5	0.5
T4 2001	-0.8	0.0	0.3	-0.2	0.5	0.4	0.8	-0.5	0.0
T1 2002	-1.0	1.0	0.3	-0.5	0.6	0.3	0.7	0.0	-0.4
T2 2002	-1.0	0.4	-0.4	-0.4	0.5	0.6	0.1	-0.2	0.4
T3 2002	-0.9	-0.2	-0.4	0.1	0.2	0.8	0.3	-0.3	-0.1
T4 2002	-0.7	-0.4	0.1	0.7	-0.4	0.3	-0.2	-0.5	-0.1
T1 2003	-0.6	0.2	0.3	0.7	0.3	-0.1	0.1	-0.3	0.1
T2 2003	-0.6	0.7	0.2	0.7	0.5	0.0	0.1	-0.2	0.3
T3 2003	-0.7	0.9	0.0	0.7	0.0	0.1	-0.3	-0.1	0.3
T4 2003	-0.5	0.9	0.2	0.3	0.4	0.0	-0.4	-0.3	0.4
T1 2004	-0.2	0.8	-0.1	0.3	0.8	0.0	-0.4	-0.1	0.4
T2 2004	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.3	-0.3	-0.2	0.7
T3 2004	0.1	0.4	-0.1	0.2	0.0	0.3	-0.2	-0.4	0.4
T4 2004	0.2	0.6	-0.4	0.3	0.2	-0.4	0.2	-0.6	0.6
T1 2005	0.5	0.1	-0.6	0.1	0.4	-0.1	0.2	-0.2	0.8
T2 2005	0.6	-0.2	-0.4	0.2	-0.4	0.1	0.3	-0.1	0.5
T3 2005	0.9	0.1	-0.1	-0.1	-0.4	0.2	0.3	0.0	0.5
T4 2005	0.7	0.3	-0.4	-0.1	-0.3	0.0	0.0	-0.3	0.5
T1 2006	0.7	0.7	-0.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.3	0.9
T2 2006	0.8	0.4	-0.8	0.5	0.2	-0.7	0.2	0.3	0.9
T3 2006	0.9	0.3	-0.9	0.6	0.3	-0.2	0.4	0.2	0.6
T4 2006	1.0	0.4	-1.0	0.4	-0.1	-0.1	0.1	0.3	0.0
T1 2007	0.9	0.6	-0.6	0.1	-0.7	-0.2	0.0	0.3	0.1
T2 2007	0.7	0.5	-0.5	0.1	0.5	-0.4	-0.2	0.4	0.0
T3 2007	0.5	0.6	-0.7	0.2	0.3	-0.4	-0.3	0.3	0.4
T4 2007	0.4	0.2	-0.6	0.2	0.4	-0.2	-0.1	0.2	0.4
T1 2008	0.6	0.3	-0.4	0.3	-0.4	-0.1	-0.3	0.0	0.1

Notes: a) Les recommandations sont classées en trois catégories : « surpondération » (1), « neutre » (0) et « souspondération » (-1) et correspondent respectivement à des conseils d'achat, de conservation et de vente par rapport à un indice obligataire; b) Les publications utilisées sont : Emerging Markets Fortnightly (ABN AMRO), LatAm Drivers Fortnightly (Barclays Capital), Global Emerging Markets Monthly (Bear Stearns), Economics/Strategy (Citigroup), Debt Trading Monthly (Crédit Suisse), Emerging Markets Monthly (Deutsche Bank), EM Strategist (Dresdner Kleinwort Wasserstein), Global Interest Rate Strategy (Goldman Sachs), Emerging Markets Outlook and Strategy (JPMorgan), Emerging Markets Compass (Lehman Brothers), Emerging Markets Debt Monthly (Merrill Lynch), EMD Perspectives Quarterly (Morgan Stanley) et Emerging Markets Debt Strategy Perspectives (UBS).

Source : Nieto-Parra et Santiso (2008a), d'après les publications des banques d'investissement (pour les recommandations) et des données Dealogic (pour les souscriptions).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/480083413600>

NOTES

1. Ce chapitre n'aborde pas les relations entre gestion de la dette publique et développement des marchés obligataires privés locaux. Pour une étude approfondie du marché des obligations en monnaie locale en Amérique latine, voir Borensztein *et al.* (2008).
2. Les pouvoirs publics ont à leur disposition une palette d'options. L'un de leurs principaux leviers est l'émission d'obligations en monnaie locale indexées sur un indicateur de l'inflation. Cette mesure présente le double avantage de protéger les investisseurs d'une hausse des prix inattendue et d'envoyer un signal attestant de l'engagement des pouvoirs publics en matière de stabilité des prix. Lorsque les capacités des marchés de la dette souveraine intérieure sont faibles en raison du scepticisme qui entoure les politiques économiques, ces obligations indexées sur l'inflation deviennent particulièrement intéressantes. Par rapport aux obligations à court terme, elles réduisent le risque de refinancement et, par rapport aux emprunts en devises, elles ne sont pas exposées au risque de dépréciation du cours de change réel. Elles sont susceptibles par conséquent d'attirer des fonds au détriment de ces deux types d'emprunts. Dans de nombreux pays de la région, la part que représentent les obligations indexées sur l'inflation par rapport à l'ensemble du marché de la dette souveraine intérieure est élevée : en 2005, cette proportion atteignait 92 pour cent au Chili, 71 pour cent en Argentine, 27 pour cent en Uruguay, 20 pour cent en Colombie et 15 pour cent au Brésil (Borensztein *et al.*, 2008). La viabilité du marché des obligations indexées sur l'inflation passe, bien entendu, nécessairement par des statistiques officielles crédibles et transparentes sur la hausse des prix. Parmi les pays d'Amérique latine qui émettent des obligations indexées sur l'inflation, l'exemple de l'Argentine illustre bien la vivacité des débats qui portent, depuis quelques années, sur l'exactitude des chiffres officiels sur la hausse des prix (voir par exemple Crédit Suisse, 2008 ; Merrill Lynch, 2007).
3. Une analyse transversale des pays émergents apporte peu de preuves empiriques d'une corrélation négative entre la dette libellée en monnaie locale et les changements dans la structure des échéances. Cependant, cet arbitrage est en principe observable en termes de coûts. Les pouvoirs publics peuvent émettre des dettes à long terme libellées en monnaie locale, en payant la prime de risque monétaire (ou de risque d'inflation) exigée par le marché. La difficulté réside dans le chiffrage des coûts alors induits. Si la différence entre le rendement de la dette à long terme libellée en monnaie locale et celui de la dette en devises d'échéance similaire correspond aux estimations du marché en matière de dépréciation, leur coût est le même *ex ante* (sur le coût relatif de la dette en monnaie locale et en devises, voir BID, 2006, chapitre 13).
4. Les résultats de Reinhart *et al.* (2003) doivent être interprétés avec prudence. Les données prouvant l'existence de ce seuil de tolérance et la robustesse des conclusions tirées font l'objet de critiques (Sims, 2003 ; Eichengreen *et al.*, 2003).
5. Caballero et Cowan (2008) estiment que les emprunts en monnaie locale sont désormais fréquents car ils permettent aux décideurs politiques prudents, qui s'attendent à une appréciation, de cacher la prime d'assurance implicite comprise dans la dette en monnaie locale.
6. Pour une définition plus complète de la dette extérieure et de la dette intérieure, voir Panizza (2008). Dans ce chapitre, la distinction entre ces deux types d'endettement est opérée en fonction de la réglementation qui s'applique au titre émis.
7. Pour une analyse des arbitrages entre endettement intérieur et extérieur, voir Panizza (2008).
8. Pour de plus amples détails sur les arbitrages entre échéances et risque de change, voir Blommestein (2005) et Alfaro et Kanczuk (2006).
9. Parallèlement à cette tendance, d'autres pays ont cherché à réduire l'asymétrie des monnaies grâce à la « dédollarisation » de leur passif (Fernández-Arias, 2006).

10. Le développement du marché de la dette souveraine intérieure tient, pour une large part, à la mise en place des réformes des régimes de retraite (le passage de systèmes par répartition à la capitalisation). Depuis le début des années 2000, l'essor des fonds de pension privés qui en a découlé a stimulé la demande en actifs publics dans de nombreux pays d'Amérique latine. Au Chili, en Colombie, au Mexique et en Uruguay, plus de 20 pour cent de la dette publique intérieure est désormais détenue par des fonds de pension privés. Avant 2000, cette proportion n'était atteinte qu'au Chili (Borensztein *et al.*, 2008).
11. L'Argentine a fait exception en 1997. Deux émissions publiques (à dix et cinq ans d'échéance) ont été libellées en monnaie locale sur le marché européen. Pour cette année, l'indice de « péché originel » affichait une valeur de 0.94 (source : base de données Dealogic).
12. En Uruguay, le principal et les intérêts sont payés en convertissant en dollars des États-Unis les montants en peso uruguayen.
13. Pour une étude de la Russie au cours de la première vague de mondialisation, voir Flandreau et Sussman (2004).
14. En fait, pendant la majeure partie du XIX^e siècle, le Brésil est le seul pays d'Amérique latine à ne pas connaître de défaut de paiement sur sa dette extérieure.
15. Des obligations de pays d'Amérique latine libellées en monnaie locale et non pourvues d'une clause d'indexation sur le cours de change ont occasionnellement circulé à Londres. Ainsi, les investisseurs britanniques ont acquis de nombreux titres hypothécaires argentins à des fins de spéculation ; ces derniers étaient libellés en pesos papier et le cours de change était extrêmement volatil.
16. Les écarts des contrats d'échange sur défaut d'emprunteur (CDS – *credit default swaps*) peuvent être considérés comme de meilleurs indicateurs des difficultés d'un agent à honorer sa dette que les écarts sur les obligations souveraines (voir notamment Chan-Lau, 2003). Cependant, ce sont ces derniers qui sont étudiés dans ce chapitre car les données sur les écarts de marché sur les contrats d'échange sur défaut d'emprunteur souverain pour les pays émergents ne sont disponibles qu'à partir du début des années 2000, ce qui ne permet pas une durée d'étude convenable. Cette approche se voit confirmée dans la mesure où l'arbitrage réalisé entre ces deux indicateurs signifie qu'ils sont fortement corrélés (*ibid.*).
17. Les bons du Trésor américain à échéance similaire sont utilisés comme référence pour les obligations souveraines des pays émergents libellées en USD.
18. Par exemple, à la suite de la crise argentine, les investisseurs n'ont pas réagi de manière négative envers les autres pays émergents (Boschi, 2005). Cette absence de contagion était l'hypothèse selon laquelle les acteurs des marchés financiers sont en mesure d'établir des distinctions entre les pays émergents en fonction de leurs politiques économiques et que les phénomènes de contagion ne s'observent plus désormais que lorsqu'il existe de réelles similitudes entre les pays concernés.
19. Pour de plus amples informations sur cette variable, voir l'annexe méthodologique.
20. Nieto Parra et Santiso (2007). Ces résultats confirment les conclusions d'études précédentes sur les pays à revenu élevé, qui montrent que les recommandations exercent bel et bien une influence sur les marchés d'actions (Mikhail *et al.*, 2005), en particulier lorsque les banques revoient leur évaluation d'un actif à la baisse (Asquith *et al.*, 2005 ; Hirst *et al.*, 1995 ; Jegadeesh *et al.*, 2004 ; Womack, 1996).
21. Malgré les possibles conflits d'intérêt entre le rôle que jouent les banques auprès des pouvoirs publics (celui d'émetteur) et les investisseurs, les recommandations des banques exercent bel et bien une influence sur le comportement des investisseurs institutionnels (Nieto Parra et Santiso, 2007).
22. Pour une analyse plus détaillée des orientations politiques et des politiques économiques, voir Alesina *et al.* (1997).

23. Cependant, les investisseurs sont susceptibles de miser sur un gouvernement orienté à gauche plutôt que sur le centre-droit s'il offre une certaine stabilité politique (Cho, 2008). Gourevitch *et al.* (2008) montrent que, contrairement aux idées reçues, la capitalisation boursière est souvent plus élevée lorsque la gauche est au pouvoir que lorsqu'il s'agit de la droite.
24. Moser (2007).
25. Elles rétrogradent plus souvent la dette souveraine des pays en développement en année électorale, d'environ un cran (Block et Vaaler, 2004). La révision à la baisse des notes pour les pays en développement en année d'élections est plus sévère en présence de candidats de gauche sortants (Vaaler et McNamara, 2008). Cependant, Archer *et al.* (2007) expriment des doutes sur cet effet électoral. L'étude d'un échantillon de 50 pays en développement, sur la période 1987-2003, et l'examen des notes attribuées aux obligations souveraines par Moody's Investors Service, Standard & Poor's et Fitch Ratings les a amenés à la conclusion que les facteurs politiques, tels que les élections, n'exerçaient que peu d'influence sur la notation.
26. Nieto Parra et Santiso (2008a). Pour vérifier la solidité de cette hypothèse, les auteurs ont appuyé leur analyse sur des données de panel (méthode des moindres carrés ordinaires avec des régressions à effets fixes). La principale conclusion est que les variables fictives représentant une période de trois, deux et un mois avant les élections sont négativement et statistiquement très significatives, au niveau de 1 pour cent.
27. Block et Vaaler (2004). Des études empiriques ont montré que les partis au pouvoir qui sollicitent à nouveau les suffrages, en particulier les partis de gauche, sont poussés à mener des politiques économiques expansionnistes insoutenables (Leblang, 2002). Le comportement des électeurs et des partis au pouvoir s'inscrit, bien sûr, dans une dynamique et les électeurs rationnels ne commettent pas d'erreurs systématiques. Il existe toutefois une asymétrie entre les informations disponibles pour chacun de ces deux groupes en matière de politique budgétaire et de compétence des gouvernants, des électeurs rationnels pouvant tout à fait préférer un candidat sortant qui mène une politique déficitaire (Rogoff, 1990). Plus récemment, d'autres auteurs ont remis en question cette analyse (Brender et Drazen, 2005). En étudiant un échantillon de 74 pays sur la période 1960-2003, ils estiment que rien ne prouve que les déficits favoriseraient les réélections, que ce soit dans les pays en développement ou industrialisés.
28. Les auteurs y étudient les élections législatives pour les pays à régime parlementaire et les élections des responsables du pouvoir exécutif pour les pays à régime présidentiel. Les membres de l'OCDE, à l'exception des États-Unis, du Mexique et de la Pologne, ont été traités comme des pays à régime parlementaire (Keefer, 2007).
29. En étudiant l'exemple du Mexique sur la période 1957-1997, González (2002) établit que les autorités se sont largement appuyées sur les dépenses publiques d'infrastructures ou les transferts courants pour s'attirer les suffrages. Drazen et Eslava (2005) notent, après avoir analysé les élections municipales en Colombie, que les responsables au pouvoir ont tendance à augmenter les dépenses de manière à maximiser l'impact électoral sans aggraver le déficit budgétaire. Plus généralement pour l'Amérique latine, Rodríguez (2006) constate que sur la période 1990-2004, les pouvoirs publics ont eu tendance à accroître l'investissement public un an avant le vote et les transferts courants au cours de l'année de l'élection.
30. Nieto Parra et Santiso (2008b) confirment les résultats de la figure 3.13 en utilisant une méthode similaire à celle employée par Shi et Svensson (2006). Ces derniers, qui ont analysé les élections dans 58 pays en développement et dans 27 économies industrialisées sur la période 1975-1991, ont conclu que les déficits budgétaires n'augmentaient pas en période électorale dans les pays développés. Brender et Drazen (2005) établissent des résultats comparables pour la période 1960-2001, en opérant une distinction entre anciennes et nouvelles démocraties et en utilisant comme variables budgétaires le solde des opérations des administrations publiques, les dépenses totales et les recettes totales. Afin d'éviter le biais causé par l'intégration de variables dépendantes retardées, Nieto Parra et Santiso (2008b) utilisent la méthode des moments généralisée. Les résultats obtenus avec cette estimation ne diffèrent pas significativement de ceux du modèle à effets fixes.

31. L'un des aspects importants de la crédibilité des politiques réside dans leur cohérence dans le temps. Plus précisément, le manque de continuité des politiques économiques est souvent pointé comme un facteur déterminant du manque de crédibilité (Persson et Tabellini, 2002).
32. Par exemple, fin 1999 et début 2000, l'attention des médias était focalisée sur l'arrestation du général Pinochet à Londres. De septembre 1999 à mars 2000, *The Economist* a publié neuf articles à ce sujet et seulement trois traitant de l'élection présidentielle.
33. Les pays de la figure 3.15 les moins touchés par la perception d'un manque de crédibilité de leur politique sont précisément ceux que Santiso (2006) donne en exemple pour illustrer « l'économie politique du possible », associant la continuité politique à une approche incrémentielle des réformes.
34. La méthode suit celle de Stein et Streb (2004) et de Stein *et al.* (2005).
35. Pour la période allant de juillet 1997 à décembre 1999, la base de données ne comprend que des informations provenant de Citigroup.

RÉFÉRENCES

ALESINA, A., N. ROUBINI et G. COHEN (1997), *Political Cycles and the Macroeconomy*, MIT Press, Cambridge, MA.

ALESINA, A., R. HAUSMANN, R. HOMMES et E. STEIN (1999), "Fiscal Institutions and Budget Deficits in Latin America", *Journal of Development Economics*, n° 59, pp. 233-255.

ALFARO, L. et F. KANCZUK (2006), "Sovereign Debt: Indexation and Maturity", *IADB Research Department Working Paper*, n° 560, Banque interaméricaine de développement, Washington, D.C.

AMES, B. (1987), *Political Survival: Politicians and Public Policy in Latin America*, University of California Press, Berkeley, CA.

ARCHER, C.-C., G. BIGLAISER et K. DEROUEN JR. (2007), "Sovereign Bonds and the 'Democratic Advantage': Does Regime Type Affect Credit Rating Agency Ratings in the Developing World?", *International Organization*, vol. 61 (2), pp. 341-365.

ASQUITH, P., M. MIKHAIL et A. AU (2005), "Information Content of Equity Analyst Reports", *Journal of Financial Economics*, 75 (2), pp. 245-282.

BERNHARD, W. et D. LEBLANG (2006), *Democratic Processes and Financial Markets*, Cambridge University Press, New York, NY.

BID (2005), *The Politics of Policies*, Economic and Social Progress in Latin America, Rapport 2006, Banque interaméricaine de développement, Washington, D.C.

BID (2006), *Living with Debt – How to Limit the Risks of Sovereign Finance*, Economic and Social Progress in Latin America, Rapport 2007, Banque interaméricaine de développement, Washington, D.C.

BLÁZQUEZ, J. et J. SANTISO (2004), "Is Mexico an Ex-Emerging Market?", *Journal of Latin American Studies*, n° 36, pp. 297-318.

125

BLOCK, S. et P. VAALER (2004), "The Price of Democracy: Sovereign Risk Ratings, Bond Spreads and Political Business Cycles in Developing Countries", *Journal of International Money and Finance*, vol. 23 (6), pp. 917-946.

BLOCK, S., B. SCHRAGE et P. VAALER (2003), "Democracy's Spread: Elections and Sovereign Debt in Developing Countries", *Working Paper*, 575, The William Davidson Institute, université du Michigan, Ann Arbor, MI.

BLOMBERG, B., J. FRIEDEN et E. STEIN (2005), "Sustaining Fixed Rates: The Political Economy of Currency Pegs in Latin America", *Journal of Applied Economics*, vol. 8, pp. 203-225, novembre.

BLOMMESTEIN, H.-J. (dir. pub.) (2005), *Advances in Risk Management of Government Debt*, OCDE, Paris.

BONOMO, M. et C. TERRA (2005), "Elections and Exchange Rate Policy Cycles", *Economics & Politics*, vol. 17 (2), pp. 151-176.

BORDO, M.-D. et B. EICHENGREEN (2002), "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization", *NBER Working Paper*, N° 8716, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

BORDO, M.-D., C.-M. MEISSNER et A. REDISH (2005), "How 'Original Sin' was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions 1800-2000", in EICHENGREEN, B. et R. HAUSMANN (dir. pub.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago et Londres.

BORENSZTEIN, E., K. COWAN, B. EICHENGREEN et U. PANIZZA (2008), *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang*, MIT Press, Cambridge, MA.

BOSCHI, M. (2005), "International Financial Contagion: Evidence from the Argentine Crisis of 2001-2002", *Applied Financial Economics*, vol. 15, pp. 153-163.

BRENDER, A. et A. DRAZEN (2005), "Political Budget Cycles in New Versus Established Democracies", *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, n° 7, pp. 1271-1295, octobre.

BRI (2008), "New Financing Trends in Latin America: A Bumpy Road Towards Stability", *BIS Papers*, n° 36, Monetary and Economic Department, Banque des règlements internationaux, Mexico DF.

CABALLERO, R.-J. et K. COWAN (2008), "Financial Integration without the Volatility", *MIT Department of Economics Working Paper 08-04*, disponible en ligne sur :

CAMPELLO, D. (2007, non publié), *Do Markets Vote? A Systematic Analysis of Portfolio Investors' Response to National Elections*, Department of Political Science, université de Californie, Los Angeles, CA.

CAMPOS, C., D. JAIMOVICH et U. PANIZZA (2006), "The Unexplained Part of Public Debt", *Emerging Markets Review*, n° 7, pp. 228-243.

CARMAGNANI, M. (1994), *Estado y Mercado. La economía pública del liberalismo mexicano, 1850-1911*, Fondo de Cultura Económica, Mexico.

CASTELLANOS, S. et L. MARTÍNEZ (2006), "The Development and Challenges Faced by the Mexican Bond Market", document présenté lors du *Second Workshop on the Development of Latin American Bond Markets*, 14 juillet.

CHANG, R. (2007), "Financial Crises and Political Crises", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, n° 8, pp. 2409-2420.

CHAN-LAU, J.-A. (2003), "Anticipating Credit Events Using Credit Default Swaps, with an Application to Sovereign Debt Crises", *IMF Working Paper WP 03/106*, Fonds monétaire international, Washington, D.C.

126 CHO, H.-J. (2007, non publié), "Democracy and Sovereign Credit Ratings: Do Democratic Institutions Help Leftist Governments Restore Investor Confidence?", document présenté lors de l'assemblée annuelle de la *Midwest Political Science Association*, Chicago, IL.

CHO, H.-J. (2008, non publié), "Partisan Politics, Credibility, and Government Bond Markets", document présenté lors de l'assemblée annuelle de la *Midwest Political Science Association*, Chicago, IL.

CRÉDIT SUISSE (2008), *Debt Trading Monthly*, Fixed Income Research, janvier.

DEALOGIC DATABASE (2008), disponible sur www.dealogic.com.

DRAZEN A. et M. ESLAVA (2005), "Electoral Manipulation via Expenditure Composition: Theory and Evidence", *NBER Working paper n° 11085*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

ECONOMIST, THE (2008), hebdomadaire d'information, ISSN 0013-0613, Londres.

EICHENGREEN B. et R. HAUSMANN (2005), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago et Londres.

EICHENGREEN B., R. HAUSMANN et U. PANIZZA (2003), "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are not the Same and Why it Matters", *NBER Working Paper n° 10036*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

EICHENGREEN B., R. HAUSMANN et U. PANIZZA (2005), "The Pain of Original Sin", in EICHENGREEN, B. et R. HAUSMANN (dir. pub.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago et Londres.

FERNÁNDEZ-ARIAS, E. (2006), "Financial Dollarization and Dedollarization", *Economía*, vol. 6 (2), pp. 37-90.

FLANDREAU, M. et N. SUSSMAN (2004), "Old Sins: Exchange Rate Clauses and European Foreign Lending in the 19th Century", *CEPR Discussion Paper 4248*, CEPR, Londres.

FLANDREAU, M. et F. ZUMER (2004), *Les origines de la mondialisation financière : 1880-1913*, Centre de développement de l'OCDE, Paris.

FLORES, J. (2007), "Lending Booms, Underwriting and Competition: The Baring Crisis Revisited", *Working Papers in Economic History*, 07-01, université Carlos III, Madrid.

FLORES, J. (2008), "Structure of Public Debt in Latin America, 1880-1914", document de travail à paraître, université Carlos III, Madrid.

FRIEDEN, J., P. GHEZZI et E. STEIN (2001), "Politics and Exchange Rates: A Cross-Country Approach", in FRIEDEN, J. et E. STEIN (dir. pub.), *The Currency Game: Exchange-Rate Politics in Latin America*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, MD, pp. 20-63.

FRIEDEN, J. et E. STEIN (dir. pub.) (2001), *The Currency Game: Exchange-Rate Politics in Latin America*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, MD.

GARCÍA-HERRERO A. et A. ORTÍZ (2006), "The Role of Global Risk Aversion in Explaining Sovereign Spreads", *Economía*, vol. 7 (2), pp. 125-155.

GONZÁLEZ, M.-A. (2002), "Do Changes in Democracy Affect the Political Budget Cycle? Evidence from Mexico", *Review of Development Economics*, vol. 6, n° 2, Blackwell Publishing, Oxford.

GOUREVITCH, P., P. PINTO et S. WEYMOUTH (2008, non publié), "The Politics of Stock Market Development", document lors de la 49^e convention annuelle de l'ISA, San Francisco, CA.

HAYS, J., J. FREEMAN et H. NESSETH (2003), "Democratization and Globalization in Emerging Market Countries: An Econometric Study", *International Studies Quarterly*, vol. 47, n° 2, pp. 203-228.

HENISZ, W. et E. MANSFIELD (2006), "Votes and Vetoes: the Political Determinants of Commercial Openness", *International Studies Quarterly*, 50 (1), pp. 189-212.

HIRST, E., L. KOONCE et P. SIMKO (1995), "Investor Reactions to Financial Analysts' Research Reports", *Journal of Accounting Research*, n° 33, pp. 335-351.

IZQUIERDO, A., P. OTTONELLO et E. TALVI (2008), *If Latin America were Chile: A Comment on Structural Fiscal Balances and Public Debt*, IADB Research Department et Ceres, ronéo.

JEGADEESH, N., J. KIM, S. KRISCHE et C. LEE (2004), "Analyzing Analysts: When do Recommendations add Value?", *The Journal of Finance*, n° 59, pp. 1083-1124.

KEEFER, P. (2007), *Database of Political Institutions: Changes and Variables Definitions*, Groupe de recherche sur le développement, Banque mondiale, Washington, D.C.

KEEFER, P. et D. STASAVAGE (2002), "Checks and Balances, Private Information and the Credibility of Monetary Commitments", *International organization*, n° 56, pp. 751-774.

LEBLANG, D. (2002), "The Political Economy of Speculative Attacks in the Developing World", *International Studies Quarterly*, 46 (1), pp. 69-91.

LEBLANG, D. et W. BERNHARD (2006), "Parliamentary Politics and Foreign Exchange Markets: The World According to GARCH", *International Studies Quarterly*, 50 (1), pp. 69-92.

LEBLANG, D. et S. SATYANATH, (2006), "Institutions, Expectations, and Currency Crises", *International Organization*, n° 60, pp. 245-262.

MACINTYRE, A. (2001), "Institutions and Investors: The Politics of the Economic Crisis in Southeast Asia", *International Organization*, 55 (1), pp. 81-122.

MERRILL LYNCH (2007), *EM Debt Monthly*, Emerging Markets, septembre.

MIKHAIL, M., B. WALTHER et R. WILLIS (2005), "When Security Analysts Talk, Who Listens?", document de travail disponible en ligne sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709801

MOSER, C. (2007, non publié), *The Impact of Political Risk on Sovereign Spreads: Evidence from Latin America*, Département d'économie, université de Mayence.

NIETO PARRA, S. (2008), "Who Saw Sovereign Debt Crises Coming? An Analysis from the Primary Bond Market", *Working Paper* No. 274, Centre de développement de l'OCDE, Paris.

NIETO PARRA, S. et J. SANTISO (2007), "The Usual Suspects: Investment Banks' Recommendations and Emerging Markets", *Working Paper*, No. 258, Centre de développement de l'OCDE, Paris.

NIETO PARRA, S. et J. SANTISO (2008a), "Wall Street and Elections in Latin American Emerging Democracies", *Working Paper* No. 272, Centre de développement de l'OCDE, Paris.

NIETO PARRA, S. et J. SANTISO (2008b), "Political Budget Cycles: Revisiting the Latin American Curse", document présenté lors de la réunion d'experts de l'OCDE sur la politique budgétaire, à l'étude pour publication dans la collection *Documents de travail* du Centre de développement de l'OCDE, Paris.

OCDE (2005), *Advances in Risk Management of Government Debt*, OCDE, Paris.

PANIZZA, U. (2008), "Domestic and External Public Debt in Developing Countries", *UNCTAD Discussion Papers*, n° 188, Cnuced, Genève.

PERSSON, T. et G. TABELLINI (2002), *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, Fundamentals of Pure and Applied Economics, Routledge, Londres.

POWELL, A. et J.-F. MARTÍNEZ (2008), "On Emerging Economy Sovereign Spreads and Ratings", *IADB Research Department Working Paper*, n° 629, Banque interaméricaine de développement, Washington, D.C.

REINHART, C.-M., K.-S. ROGOFF et M.-A. SAVASTANO (2003), "Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2003(1), pp. 1-62.

RODRÍGUEZ, J.-A. (2006), "¿Responden el gasto e inversión públicas a los ciclos económicos y políticos?", *BBVA Latinwatch*, Grupo BBVA, Madrid, deuxième trimestre.

ROGOFF, K. (1990), "Equilibrium Political Budget Cycles", *American Economic Review*, n° 80, pp. 21-36.

128

SANTISO, J. (2006), *The Political Economy of the Possible: Beyond Good Revolutionaries and Free Marketeers*, MIT Press, Cambridge, MA.

SCHUKNECHT, L. (1996), "Political Business Cycles and Fiscal Policies in Developing Countries", *Kyklos*, 49 (2), pp. 155-170.

SHI, M. et J. SVENSSON (2006), "Political Budget Cycles: Do They Differ Across Countries and Why?", *Journal of Public Economics*, 90 (8-9), pp. 1367-1389.

SIMS, C.-A. (2003), "Comments and Discussion on Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2003(1), pp. 63-66.

SNOWBERG, E., J. WOLFERS et E. ZITZEWITZ (2007), "Partisan Impacts on the Economy: Evidence from Prediction Markets and Close Elections", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 122, n° 2, pp. 807-829.

STEIN, E. et J.-M. STREB (2004), "Signaling in Political Budget Cycles. How Far are You Willing to Go?", *Journal of Public Economic Theory*, n° 7, pp. 229-252.

STEIN, E., J.-M. STREB et P. GHEZZI (2005), "Real Exchange Rate Cycles around Elections", *Economics and Politics*, vol. 17, n° 3, pp. 297-330.

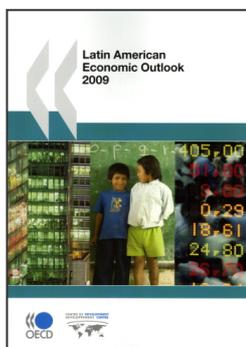
SUMMERHILL, W.-R. (2006), "Political Economics of the Domestic Debt in Nineteenth-Century Brazil", UCLA, CA, ronéo.

VAALE, P. et G. McNAMARA (2008), Electoral and Market Rivalry in Developing Country Sovereign Risk Assessment, Carlson School of Management, université du Minnesota, MN, disponible en ligne sur www.business.uiuc.edu/vaaler/.

WOMACK, K. (1996), "Do Brokerage Analysts' Recommendations have Investment Value?", *Journal of Finance*, vol. LI, n° 1, pp. 137-167.

Table des matières

PRÉFACE	11
ACRONYMES ET ABRÉVIATIONS	13
RÉSUMÉ	15
CHAPITRE UN Politique budgétaire et développement	25
CHAPITRE DEUX Tendances budgétaires récentes en Amérique latine	55
CHAPITRE TROIS Dette publique, cycles politiques et marchés financiers	85
CHAPITRE QUATRE Recettes fiscales en Amérique latine	129
CHAPITRE CINQ Politique budgétaire et économie informelle en Amérique latine	155
CHAPITRE SIX Meilleures pratiques dans les dépenses publiques : l'exemple de l'éducation	189



Extrait de :
Latin American Economic Outlook 2009

Accéder à cette publication :
<https://doi.org/10.1787/leo-2009-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2008), « Dette publique, cycles politiques et marchés financiers », dans *Latin American Economic Outlook 2009*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/leo-2009-5-fr>

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.