



## À la recherche d'un monde meilleur : marchés financiers et pays en développement

par Sebastián Nieto Parra, Sciences-Po Paris, chaire Finances internationales  
et Javier Santiso, Centre de développement de l'OCDE

Les emprunts obligataires ont supplanté les emprunts bancaires et autres sources de capitaux tels que l'aide au développement, par exemple, comme première source de financement pour les marchés émergents.

Ce changement a été particulièrement spectaculaire en Amérique latine. L'OCDE<sup>1</sup> a cherché à identifier les dynamiques des marchés obligataires émergents à partir des flux d'informations générés par le marché lui-même, à savoir les analystes. Leurs recommandations ont-elles un impact sur les flux de portefeuille ? Sont-elles neutres et de qualité ? Une partie de la réponse réside dans le comportement des analystes. Les conseils d'investissements des banques sont en effet lourds d'implications.

Ainsi, le Centre de développement de l'OCDE a construit une base de données unique, à partir des analyses sur les marchés émergents des dix grandes banques d'affaires de Wall Street et de la City dominant le marché des dettes émergentes. Cette base recense plus de 3 400 recommandations émises entre juillet 1997 et juillet 2006. Les données sont rapprochées d'autres séries, celles en particulier des flux de portefeuille en direction des économies émergentes.

Ce travail a fait apparaître une relation robuste entre les recommandations des banques d'affaires les flux de portefeuille vers les pays émergents. Mais surtout, lorsque les obligations sont émises par des pays où ces banques interviennent comme chefs de file, 90 pour cent des analystes obligataires recommandent d'en acheter ou de les conserver en portefeuille. Autrement dit, les biais des recommandations des banques d'affaires dépendent aussi la taille relative du marché obligataire primaire et secondaire. De fait, on observe un phénomène intéressant : les banques d'affaires n'envoient pas de signaux

négatifs aux émetteurs de pays qui, étant donné leur taille, sont considérés comme importants pour leurs activités.

Tous ces points doivent être pris en considération : les recommandations des courtiers ont un effet sensible sur les allocations internationales de portefeuille dans les marchés émergents, comme le souligne l'étude menée au Centre de développement de l'OCDE.

### Implications pour la politique

Les organismes gouvernementaux – en particulier les banques centrales et les ministères des finances des pays émergents, récepteurs des flux et émetteurs des obligations – doivent surveiller de plus près les recommandations des marchés financiers. S'ils ont connaissance des régimes cognitifs (i.e. des perceptions sur leurs économies) dominants au sein du marché des analystes, alors ils peuvent être en mesure d'avoir une stratégie de communication et d'action en leur direction plus proactive.

De leur côté, les banques d'affaires devraient privilégier la transparence dans la divulgation des informations. Alors que des sommes considérables sont mobilisées par les pays en développement et les organisations internationales pour améliorer la publication d'informations officielles, les intermédiaires financiers devraient être soumis à la même obligation de transparence. A l'heure actuelle, les informations figurant dans les rapports des courtiers se cantonnent seulement à un décompte général de recommandations d'achat et de vente. Ces rapports pourraient également contenir des informations sur les émissions obligataires souscrites, leur montant et leurs échéances, surtout lorsque la banque émettant la recommandation sur un pays est aussi celle qui a obtenu le mandat d'émission obligatoire de ce même pays.

On pourrait également couvrir davantage de pays. Les banques internationales multilatérales comme les banques de développement de pays de l'OCDE – à l'instar de l'Agence allemande de financement du développement KfW – ont joué

1. Voir SEBASTIÁN NIETO PARRA ET JAVIER SANTISO (2007), "The Usual Suspects: A Primer on Investment Banks' Recommendations and Emerging Markets", *Working Paper* No. 258, Centre de développement de l'OCDE, janvier.

un rôle non négligeable pour permettre aux pays en développement d'émettre des obligations en devises locales. Néanmoins, nombre de pays, en particulier africains ou les plus pauvres d'Asie et d'Amérique, restent largement absents des analyses des banques privées (en particulier celles dominant les marchés émergents en actions et en obligations) et, partant, ignorés de leurs clients (gérants, entreprises, etc). L'élargissement de la couverture des analyses pour y intégrer des informations sur ces pays pourrait permettre d'attirer davantage d'investisseurs et, ce faisant, davantage de flux de capitaux.

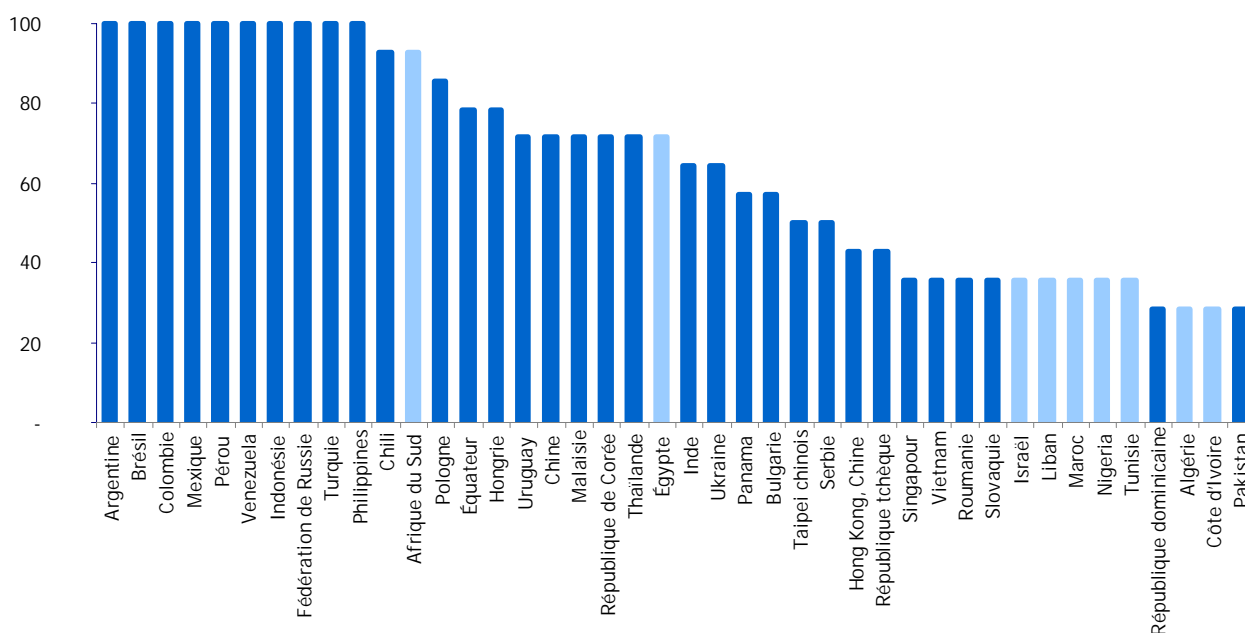
La couverture pays des marchés émergents, comme l'EMBI (Emerging Bond Market Index) de JP Morgan pour les marchés obligataires, ou des banques internationales comme Citigroup, Deutsche Bank, HSBC, JP Morgan ou Morgan Stanley, concernent rarement plus de 35 économies. Pour ces acteurs internationaux, les 120 autres pays en développement sont purement et simplement inexistantes et en tout cas dépourvus de couverture et d'analyses systématiques. Seuls dix pays bénéficient d'une couverture régulière de la part de ces grandes institutions financières. Pour les 35 autres ayant bénéficié d'une couverture, pratiquement la moitié n'était analysée que par moins de 50 pour cent des banques. Seuls six pays africains apparaissent sur les écrans radars de certaines grandes banques internationales (en bleu clair sur la figure 1), plus l'Égypte et, pour le Moyen-Orient, Israël et le Liban. Aucun pays d'Asie

centrale (et un seul pays d'Amérique centrale) ne figurent dans l'échantillon fondé sur leurs rapports et leurs publications.

Un partenariat pourrait être signé entre une grande organisation internationale, soutenue par des bailleurs de fonds, et un « teneur de marché » (une maison de courtage influente) dans les marchés émergents afin de développer, quand elle fait défaut, la couverture de pays d'Afrique, d'Asie centrale ou d'Amérique centrale et du Sud.

De tels partenariats publics-privés ont déjà été engagés, par le passé, pour améliorer la couverture pays. Ainsi, par exemple, en 2005, et avec le soutien du PNUD, Standard & Poor's – l'une des deux premières agences de notation du monde – a commencé à couvrir certains états africains. Quatorze pays souverains ont été notés en 2006. Cinq ans plus tôt, et avec le soutien de la Commission européenne, le Centre de développement de l'OCDE et la Banque africaine de développement ont lancé la première édition des *Perspectives économiques en Afrique*. En 2006, ce rapport a couvert 30 pays africains. Toutes ces initiatives ont augmenté la couverture économique et la notation d'un continent souvent délaissé par les banques d'affaires (une rare exception est, par exemple, Standard Chartered). Elles pourraient être complétées par un accord similaire entre une organisation internationale et une banque d'affaires pour augmenter la couverture d'un courtier chef de file et contribuer ainsi à attirer des investisseurs internationaux, en particulier vers l'Afrique.

Figure 1. Marchés émergents couverts par les institutions financières en 2006 (% du total des courtiers)



Note : il s'agit des pays qui reviennent le plus souvent dans les analyses sur les marchés émergents ou qui sont couverts par les institutions financières chefs de file. Le pourcentage représente leur présence moyenne dans les analyses. Seuls les pays analysés par plus de 25 pour cent des rapports financiers sélectionnés sont représentés.

Source : Centre de développement de l'OCDE, calculs d'après dix banques d'affaires (Barclays, Bear Stearns, Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, HSBC, JP Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch et Morgan Stanley), trois indices des marchés émergents (EMBI, FTSE et MSCI) et une association mondiale d'institutions financières (IIF).

Les lecteurs sont invités à citer ou reproduire les informations des *Repères* du Centre de développement de l'OCDE dans leurs propres publications. En échange, le Centre demande les remerciements de rigueur ainsi qu'un exemplaire de la publication. Le texte intégral des *Repères* et d'autres informations sur le Centre de développement et ses travaux sont disponibles sur : [www.oecd.org/dev](http://www.oecd.org/dev)



Centre de développement de l'OCDE  
2, rue André-Pascal,  
75775 Paris Cedex 16, France  
Tél : 33 (0)1 45.24.82.00  
Fax : 33 (0)1 44.30.61.49  
mél : [dev.contact@oecd.org](mailto:dev.contact@oecd.org)