

Les retombées des muni marchés

Aux États-Unis, les marchés obligataires des États ne sont pas isolés les uns des autres, mais ils sont isolés du marché fédéral

*Rabah Arezki,
Bertrand Candelon
et Amadou N.R. Sy*

LES INVESTISSEURS considèrent souvent le marché des obligations municipales aux États-Unis comme très sûr (voir encadré). Les 45.000 émetteurs de ces obligations sont les États et les collectivités locales, les arrondissements scolaires et les agences financières de bassin qui vendent leurs titres d'emprunt sur ce que l'on appelle le «muni marché». Ce sont des débiteurs fiables. Seuls 54 d'entre eux ont fait défaut entre 1970 et 2009 (Moody's, 2010). L'Arkansas est le dernier État à avoir fait défaut (en 1933, pendant la grande crise). Seul un petit nombre d'États a fait défaut : dix après la guerre de sécession et huit, plus ce qui était alors le Territoire de Floride, dans les années 1830 et 1840 (Ang et Longstaff, 2011).

Récemment, toutefois, la sécurité offerte par le muni marché a été mise en doute, surtout dans le cas des grands émetteurs : des États, Porto Rico et la ville de New York. Les crises immobilière et financière et la récession ont ruiné les recettes fiscales des États et des entités locales.

Le muni marché obligataire donne donc des signes inquiétants d'instabilité : la volatilité s'est accrue, de même que l'écart

entre les taux moyens de ces obligations et ceux des titres du Trésor fédéral (voir graphique). En temps normal, les taux de ces obligations sont inférieurs à ceux des titres fédéraux à cause des avantages fiscaux qu'elles offrent. Le coût désormais plus élevé auquel les États peuvent emprunter s'explique par les craintes concernant, entre autres, leurs futures recettes et les obligations à venir au titre des retraites. Cependant, il est peut-être encore plus inquiétant pour les investisseurs qu'aucun mécanisme de faillite ne régit les défaillances des États (à la différence du chapitre 9 pour les entités locales), qui, en d'autres termes, peuvent répudier leur dette. En vertu du onzième amendement à la Constitution des États-Unis, les États jouissent de la même immunité souveraine que les pays et ne peuvent être poursuivis qu'avec leur consentement.

Depuis plus de trois ans, les États répondent aux craintes des investisseurs en s'attaquant aux problèmes budgétaires à court et à long terme (notamment par des réductions de dépenses, hausses d'impôts, emprunts et demandes d'aide au gouvernement fédéral pour équilibrer leur budget). Cependant, on craint de plus en plus qu'une défaillance d'un État (et nombre d'entre eux font face à de graves difficultés budgétaires) n'ait des répercussions sur les autres titres municipaux, voire sur le marché des titres fédéraux. En outre, les gisements d'économies se faisant rares, les États suppriment les crédits destinés

Le capitole de l'État de Washington, à Olympia.

aux villes, aux comtés et aux arrondissements scolaires. Les licenciements qui en résultent risquent de pénaliser l'économie nationale à un moment où la reprise semble toujours fragile.

La récente dégradation, de AAA à AA+, par Standard & Poor de la note des États-Unis est un autre sujet de préoccupation. Si, jusqu'à présent, elle n'a eu, au pire, qu'un léger effet sur les titres du Trésor, elle a accru la crainte des investisseurs que d'éventuelles perturbations financières sur les marchés fédéraux pourraient avoir des conséquences pour les marchés obligataires des États. En outre, la perspective d'un nouveau durcissement du budget fédéral pourrait éroder encore les finances déjà précaires des États.

Dans une récente étude (Arezki, Candelon et Sy, 2011), nous examinons ces deux questions plus particulièrement sous l'angle des grands emprunteurs sur les muni marchés. Nous étudions les retombées entre ces marchés et nous demandons notamment si un choc sur le marché obligataire d'un État peut affecter celui d'autres États (effet d'entraînement). Nous étudions aussi les effets d'entraînement entre les marchés obligataires

Le muni marché obligataire aux États-Unis

Les obligations municipales sont des titres de dette émis par les États, les villes, les comtés et d'autres entités publiques pour financer des projets d'équipement, comme la construction d'écoles, d'autoroutes ou de réseaux d'assainissement, ou des activités quotidiennes. L'échéance des obligations à court terme est de un à trois ans et celle des obligations à long terme d'au moins dix ans. L'encours des muni obligations aux États-Unis, de l'ordre de 2.800 milliards de dollars, est détenu, à hauteur des deux tiers environ, par des particuliers, soit directement, soit dans le cadre de fonds communs de placement ou d'autres placements (www.sec.gov).

Les placements en muni obligations offrent un certain nombre d'avantages : leurs intérêts sont en général exonérés de l'impôt fédéral sur le revenu et éventuellement des impôts locaux ou de l'État pour les résidents de l'État où les titres ont été émis. Du fait des avantages fiscaux, ces intérêts sont en général moins élevés que ceux des titres à revenu fixe impossibles comme les obligations des sociétés. Les deux types les plus courants de muni obligations sont : les obligations générales (bénéficiant de la pleine garantie de l'émetteur) et les obligations émises pour financer des projets (garanties par les recettes tirées d'une source ou d'un projet spécifique). En outre, les muni obligations sont parfois émises pour le compte d'entités privées comme les hôpitaux ou les établissements d'enseignement à but non lucratif. Ces emprunteurs « par procuration » acceptent en général de rembourser le muni émetteur, qui acquitte le principal et les intérêts des obligations.

La part du service de la dette dans le budget de la plupart des émetteurs est relativement faible, sauf dans le cas d'un petit nombre de collectivités qui émet des titres à long terme pour financer des opérations courantes. Le recours au financement par le déficit est l'une des raisons pour lesquelles la Californie, l'Illinois et l'Arizona sont les trois États les moins bien notés par Moody's.

des États et le marché des titres du Trésor, ainsi que les modes de propagation.

Nous avons constaté entre la plupart des marchés obligataires des États ce que nous appelons des retombées en sens inverse qui se traduisent par une « fuite vers la qualité ». En d'autres termes, un choc sur les titres d'un État aboutit en général à une baisse des coûts d'emprunt des autres. Dans l'ensemble, nous n'observons, sauf pour quelques grands émetteurs, aucune retombée sensible entre les chocs sur les marchés obligataires des États et ceux sur les marchés fédéraux.

Retombées

Les ouvrages concernant les effets d'entraînement sur les marchés financiers sont nombreux, mais ont surtout porté jusqu'à présent sur la contagion entre pays. Nous étudions les retombées au sein des marchés obligataires infrafédéraux aux États-Unis, ainsi qu'entre eux.

Pour examiner les effets d'entraînement sur les marchés obligataires des États et de l'État fédéral (le Trésor des États-Unis), nous avons vérifié empiriquement si un choc sur un marché donné se transmet à d'autres marchés. Nous faisons les corrections nécessaires pour tenir compte de la forte volatilité observée pendant la crise financière à partir de 2008 (Forbes et Rigobon, 2002).

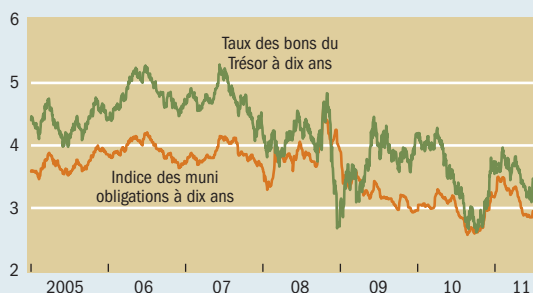
Il existe à l'évidence des corrélations entre les États, ainsi qu'entre ceux-ci et l'État fédéral (les paiements de transfert en sont un bon exemple). Ces corrélations pourraient être invoquées pour expliquer les effets d'entraînement entre les divers titres obligataires. En revanche, d'autres facteurs, comme la psychologie des investisseurs, compliquent l'explication. En conséquence, nous nous attachons à décrire la nature des retombées, et non à les expliquer de façon spécifique.

Les résultats indiquent qu'en période d'instabilité, les investisseurs recherchent des titres municipaux sûrs. Cela rappelle la fuite vers la qualité qui se produit au cours des crises financières lorsque les investisseurs (nationaux et internationaux) se préoccupent moins de rendement que de sécurité et achètent des titres du Trésor fédéral longtemps considérés comme l'un des placements

Des périodes instables

La crise financière mondiale de 2008 a accru l'instabilité des muni marchés obligataires aux États-Unis. Malgré ses avantages fiscaux, le rendement des muni obligations à dix ans a parfois dépassé celui des bons du Trésor.

(Rendement, en pourcentage)



Source : Haver Analytics.

les plus sûrs du monde. En d'autres termes, une hausse des coûts d'emprunt dans un État se traduit par de meilleures conditions d'emprunt dans les États jugés moins risqués. Nous avons constaté que quelques grands émetteurs de titres municipaux, comme la Californie, le premier des États emprunteurs, la Géorgie et le Maryland et la ville de New York, tirent leur épingle du jeu lorsque d'autres États éprouvent des difficultés (retombées en sens inverse), mais que les titres d'une poignée d'États, comme le Connecticut et la Floride, souffrent lorsqu'un autre État rencontre des problèmes (corrélation positive). Nous ne pouvons établir pourquoi la situation est différente avec ces États, et ce sujet pourrait faire l'objet d'une étude. Dans l'ensemble, toutefois, les opérateurs du marché n'ont pas pénalisé jusqu'à présent la plupart des États lorsque les perturbations s'intensifiaient sur le marché obligataire d'un autre État.

Comment les retombées sont-elles ressenties?

Par contre, la relation entre les muni marchés et ceux des titres du Trésor est un peu différente. Dans l'ensemble, nous n'avons découvert aucun effet d'entraînement important entre les chocs sur les marchés obligataires des États et ceux sur les marchés fédéraux, sauf pour quelques grands émetteurs. En fait, nous avons constaté que les difficultés du marché de quelques États figurant parmi les premiers emprunteurs peuvent créer des problèmes sur le marché fédéral. Nous avons constaté des retombées de même sens, encore qu'elles soient en deçà du seuil classique de signification, entre le marché des titres du Trésor et les marchés du New Jersey, du Texas, de l'État de Washington et de la ville de New York, avec les résultats les plus significatifs pour cette dernière. Dans le cas de la Californie, le premier émetteur de muni obligations aux États-Unis, nous avons par contre observé des retombées en sens inverse sur le marché des titres du Trésor. Selon nos résultats, les rendements des obligations émises par la Californie et ceux des titres fédéraux suivent des trajectoires nettement opposées après un choc sur les deux marchés obligataires. Dans l'ensemble, notre analyse donne à penser qu'il existe une relation entre les marchés obligataires de quelques États clés seulement et celui du Trésor. Un choc sur le marché obligataire de l'un de ces États peut accroître l'instabilité de celui du Trésor. Pour évaluer la robustesse de nos résultats, nous avons neutralisé la possibilité que d'autres facteurs affectent les relations examinées, et conclu que nos constatations étaient robustes.

L'une des questions en suspens est de savoir si les effets d'entraînement entre les muni marchés et le marché obligataire du Trésor sont à court ou à long terme. Nous avons aussi besoin d'établir si les chocs viennent essentiellement du marché du Trésor ou des muni marchés. Les conséquences d'ordre stratégique peuvent être très différentes.

Les tests empiriques que nous avons utilisés pour déterminer les effets d'entraînement ne donnent guère d'informations sur le sens de la transmission des chocs, ni sur la nature à court ou à long terme des faits observés. Pour répondre à ces questions, nous avons utilisé un test de causalité (Breitung et Candelon, 2006).

Dans un sens ou dans l'autre

À l'aide de ce test, nous avons constaté que le marché obligataire du Trésor influence directement les muni marchés à la fois à

court et à long terme. Il y a lieu de penser que la relation inverse existe aussi, mais qu'elle n'est qu'à long terme.

Selon que les effets d'entraînement entre les marchés des titres des États et entre ces marchés et le marché fédéral sont ou non en sens inverse, ces résultats donnent à penser que les réformes structurelles qui ont un effet positif sur le budget fédéral à long terme amélioreront ou aggraveront les conditions d'emprunt des États. De même, les réformes lancées par les États devraient aider à réduire ou à accroître le coût des emprunts fédéraux.

Il est éventuellement possible de tirer de ces effets d'entraînement à l'intérieur et en provenance des muni marchés d'importants enseignements qui ne se limitent pas aux États-Unis. Les pays où les marchés obligataires des États ou des provinces sont développés devraient non seulement se préoccuper des retombées potentielles des pays voisins, mais aussi s'interroger sur la nature des effets d'entraînement entre leurs marchés obligataires infrafédéraux et entre ces marchés et leur marché fédéral. Les politiques de gestion des risques doivent prendre en compte la nature en constante évolution de ces corrélations et être adaptées en conséquence.

En Europe, le débat fait rage sur la question de savoir s'il faut davantage de fédéralisme budgétaire et si l'émission d'euro-obligations communes aiderait les économies de la zone euro. Toutefois, il est important de réfléchir aux conséquences qu'un tel fédéralisme budgétaire aurait sur les corrélations entre les marchés obligataires de ces économies. La présente étude semble indiquer que les marchés obligataires des États américains sont exposés à la fuite vers la qualité, et non à la contagion, ce qui signifie que les problèmes d'un État n'aggravent pas la situation d'autres États et n'accroissent donc pas le risque systémique. Ne s'agit-il pas là d'un sous-produit du fédéralisme budgétaire? Cela est possible, mais le degré élevé de fédéralisme budgétaire aux États-Unis n'a pas encore totalement isolé les muni marchés obligataires du marché du Trésor. ■

Rabah Arezki et Amadou N.R. Sys sont respectivement économiste à l'Institut du FMI et Chef de division adjoint au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI. Bertrand Candelon est professeur d'économie monétaire internationale à l'université de Maastricht.

Bibliographie :

Ang, Andrew, and Francis Longstaff, 2011 : "Systemic Sovereign Credit Risk: Lessons from the U.S. and Europe," NBER Working Paper No. 16982 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Arezki, Rabah, Bertrand Candelon, and Amadou Sy, 2011, "Spillover Effects from the Munis," IMF Working Document (Washington: International Monetary Fund).

Breitung, Jörg, and Bertrand Candelon, 2006, "Testing for Short- and Long-Run Causality: A Frequency Domain Approach," Journal of Econometrics, Vol. 132, p. 363-78.

Forbes, Kristin J., and Roberto Rigobo, 2002, "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements," Journal of Finance, Vol. 57, No. 5, p. 2223-61.

Moody's Investors Service, 2010, "U.S. Municipal Bond Default and Recoveries, 1970-2009," Special Comment (February).