



DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DE TITRES PUBLICS EN UEMOA

Dakar
25 janvier 2023



1. Enjeux liés au développement des marchés de dette en monnaie locale et actions multilatérales
2. Comment mettre en place un marché de titres publics ?
3. Quel cadre de gouvernance pour gérer des titres publics au sein de banques commerciales ?
4. Stratégies financières de gestion de portefeuille de titres publics



ÉTAT DES LIEUX (SOURCES : FMI ET BANQUE MONDIALE)

Pour 44 pays émergents, entre 2011 et 2019

- Dette de marché (négociable) d'État : de 6 500 à 13 500 milliards USD
- Dont en monnaie domestique : 5 900 à 12 100 milliards USD

Part de la dette totale d'État émise en monnaie domestique

- Croît entre 2011 et 2019 de 18,9 % à 46,6 %
- Contre 95 % pour les économies avancées

1. Enjeux liés au développement des marchés de dette en monnaie locale et actions multilatérales



DÉVELOPPER LES MARCHÉS DE DETTE EN MONNAIE LOCALE POUR RÉDUIRE LE PÉCHÉ ORIGINEL

Le **péché originel** est, en économie, la situation dans laquelle se trouvent **les États qui ne peuvent pas s'endetter sur les marchés financiers dans leur propre devise**. Obligés d'émettre des titres de dette dans une monnaie étrangère, ils sont plus susceptibles de subir des crises de change, c'est-à-dire de ne pas être capables de rembourser leur dette car ils ne disposent pas de réserves de devises étrangères suffisantes. Le péché originel frappe principalement les pays en développement (Wikipédia)

Une expression inventée par B. Eichengreen en 1999 (juste après la crise asiatique de 1997 : emprunts en devises à long terme)

Le développement des marchés de dette en monnaie locale peut réduire les effets du péché originel auprès des non-résidents, mais aussi auprès des résidents



DÉVELOPPER LES MARCHÉS DE DETTE SOUVERAINE EN MONNAIE LOCALE PRÉSENTE DE NOMBREUX AVANTAGES COLLATÉRAUX

Le marché des dettes souveraines est un élément clé et primordial pour le développement des marchés monétaires, de dette privée et plus largement des marchés financiers

Un marché des dettes publiques permet une « découverte » du prix de l'argent en monnaie locale (des taux d'intérêt)

Il fournit également du collatéral qui renforce la liquidité des marchés interbancaires et du marché monétaire, en en réduisant leur risque de crédit et en permettant ainsi une meilleure transmission de la politique monétaire

Il permet une meilleure diversification des actifs des investisseurs institutionnels en monnaie locale et réduit la fuite des capitaux



DÉVELOPPER LES MARCHÉS DE DETTE SOUVERAINE EN MONNAIE LOCALE PEUT ENTRAÎNER DES RISQUES

Risque d'aléa moral, s'il facilite un surendettement des États, il augmente le risque de défaut et ses conséquences (par exemple sur les investisseurs institutionnels). Le FMI suit attentivement ce risque (plafond en cas de programme)

Risque d'éviction du secteur privé si le secteur bancaire se contente d'une marge théoriquement sans risque en faisant du portage de la dette souveraine

Risque de crise de change si la part des investisseurs étrangers est importante et volatile, risque d'instabilité des taux à long terme

LE SOUTIEN MULTILATÉRAL AU DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS DE DETTE EN MONNAIE LOCALE

La communauté financière internationale (G7, FMI, Banque mondiale, Bundesbank...) s'est intéressée au développement des marchés de dette dans les pays émergents et en développement depuis la crise asiatique de 1997

Adoption par le G20 en novembre 2011 d'un plan d'action pour soutenir le développement des marchés de dette en monnaie locale, reconnu comme un outil essentiel dans l'amélioration de la résilience de l'économie nationale et des systèmes financiers

3 domaines d'action sont ciblés :

- Intensification de l'assistance technique
- Développement d'une base de données partagée pour le suivi de l'assistance technique
- Suivi des progrès réalisés

QUELQUES PROGRÈS ACCOMPLIS POUR RENFORCER LES LCBM (LOCAL CURRENCY BOND MARKETS)

Les pays émergents ont amélioré leurs politiques d'émission en créant des **benchmarks** (émissions larges et liquides), qui sont plus facilement négociables sur le marché secondaire

Ils ont également modifié leurs politiques d'émission pour **diversifier leur base d'investisseurs** (investisseurs particuliers et obligations vertes)

Certains pays ont introduit ou renforcé leur base de **Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT)** afin d'améliorer la transparence sur les prix des titres publics pour tous les investisseurs

Les organisations internationales ont également élargi leurs **programmes de conseil** pour soutenir le développement des LCBM

Public Disclosure Authorized



INTERNATIONAL MONETARY FUND
THE WORLD BANK GROUP



STAFF NOTE FOR THE G20 INTERNATIONAL FINANCIAL ARCHITECTURE WORKING GROUP (IFAWG)

RECENT DEVELOPMENTS ON LOCAL CURRENCY BOND MARKETS IN EMERGING ECONOMIES

RIYADH, KINGDOM OF SAUDI ARABIA, JANUARY 31, 2020

EXECUTIVE SUMMARY

At the Cannes Summit in 2011, the G20 launched an initiative to prepare an action plan for the development of local currency bond markets (LCBMs). Since then, the IMF and the World Bank have produced brief joint notes that take stock of recent LCBM developments. This Note summarizes key trends and developments in LCBMs since June 2018 and reports on the work of international organizations in promoting LCBMs.

January 27, 2020



POINT DE VUE DES GOUVERNEMENTS

Faire face aux besoins de financement

- Diversification des sources de financement (Creechan 2015)
- Réduction du risque de change

Mais coût souvent plus élevé que des financements externes et surtout concessionnels

- Donc nécessité de développer ces marchés
- Rôle de la banque centrale pour le refinancement des titres, qui permet de réduire le coût d'émission



POINT DE VUE DES BANQUES CENTRALES

Pour mémoire la banque centrale vise à **influencer les taux de marché pour atteindre son niveau d'inflation** (cas de change flexible, mais aussi change fixe)

Elle utilise **des taux courts et des quantités de liquidité**, mais pas d'impact direct sur les taux longs, pourtant essentiels pour atteindre l'objectif d'inflation

Un marché de titres publics renforce l'efficacité du signal de politique monétaire

- Une courbe des taux de titres publics permet d'ancrer les anticipations de taux
- Possibilité pour la banque centrale d'avoir une influence sur la courbe par des achats de titres publics à long terme



POINT DE VUE DU SYSTÈME FINANCIER

Pour les investisseurs : banquiers, assureurs, fonds de pension

- Support d'investissement peu risqué et liquide (le plus souvent), avec un traitement prudentiel favorable
- Possibilité d'investissements à long terme

Pour les autres émetteurs (hors États)

- Une référence pour déterminer le taux de leurs propres émissions
- Un écosystème favorable en matière d'infrastructures et de réglementation



FREINS SPÉCIFIQUES SELON LA CATÉGORIE DES ACTEURS DE MARCHÉ

Pour les émetteurs

- Marché peu profond, car peu d'épargne domestique
- Coût de financement plus élevé que sur les marchés internationaux (hors risque de change) et dette concessionnelle
- Infrastructure de marché limitée et risque opérationnel

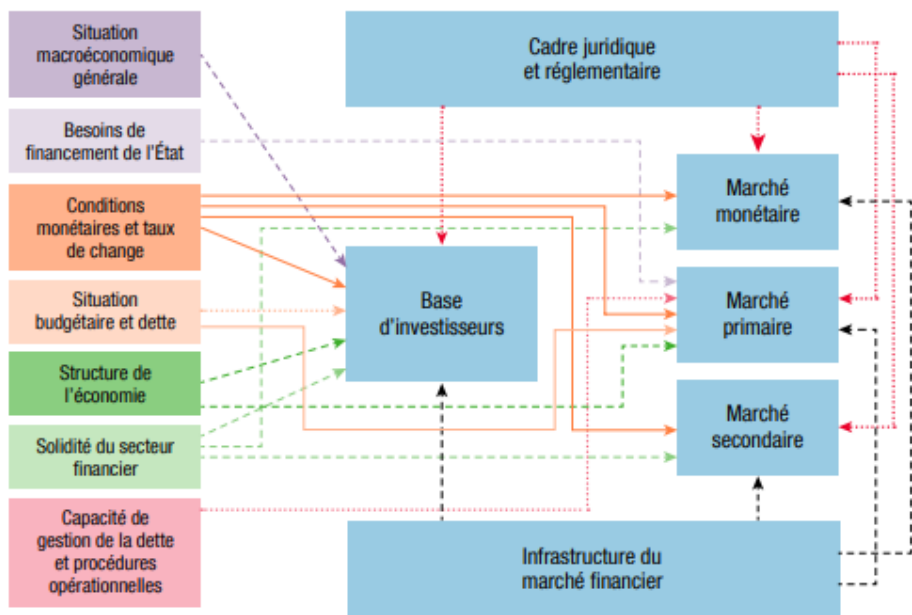
Pour les investisseurs (résidents et non-résidents)

- Faible qualité de crédit de l'émetteur par rapport au rendement
- Cadre législatif et réglementaire peu protecteur (notamment pour les investisseurs étrangers)
- Transparence limitée des prix et des transactions
- Absence d'autres produits financiers, notamment de couverture et de refinancement (hors banque centrale)
- Infrastructure de marché limitée, d'où risque opérationnel
- Liquidité souvent trop étroite

2. Comment mettre en place un marché de titres publics ?

CADRE D'ÉVALUATION DES CONDITIONS DE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS DE DETTE EN MONNAIE LOCALE (FMI ET BANQUE MONDIALE 2021)

Composantes et interconnexions des LCBM



Source: FMI, BM

1) Conditions macroéconomiques générales
<p>Objectif : Évaluer si les antécédents en matière de résultats macroéconomiques suscitent la confiance des investisseurs dans le pays.</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Le pays a-t-il été en mesure de maintenir au cours des cinq dernières années des résultats macroéconomiques solides et stables ? (oui/non) 2) Le pays a-t-il été en mesure d'éviter des événements très préjudiciables, tels que des restructurations de la dette souveraine et des crises du secteur bancaire au cours des dix dernières années ? (oui/non)
2) Besoins de financement
<p>Objectif : Évaluer si les besoins de financement de l'État favorisent le développement du MOML.</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) La situation des finances publiques prévue nécessite-t-elle des emprunts fondés sur le marché qui engendrent une offre suffisante de titres d'État sur le MOML ? (oui/non) 2) Les autorités prévoient-elles une réduction de l'accès aux financements extérieurs concessionnels (dons et prêts) ou une baisse de leurs décaissements, qui pourrait justifier une hausse des emprunts intérieurs ? (oui/non)
3) Structure de l'économie
<p>Objectif : Évaluer si la structure du secteur financier favorise le développement du MOML.</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) L'économie est-elle suffisamment grande pour développer un secteur financier en mesure d'appuyer le MOML ? (oui/non) 2) La base d'épargne intérieure est-elle suffisamment large pour soutenir la demande de titres d'emprunt d'État ? (oui/non) 3) L'usage de la monnaie locale est-elle suffisamment répandue dans l'économie pour développer un MOML ? (oui/non)
4) Situation des finances publiques et de l'endettement
<p>Objectif : Évaluer si la situation des finances publiques est viable et propice au développement du MOML.</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) La dette de l'État est-elle considérée comme à risque faible ou moyen de surendettement global selon le cadre d'évaluation FMI-Banque mondiale de la viabilité de la dette des pays à faible revenu, ou est-elle considérée comme viable selon le cadre d'évaluation de la viabilité de la dette des pays ayant accès aux marchés ? (oui/non) 2) La situation des finances publiques est-elle viable sans avoir à recourir à la domination budgétaire sur les politiques monétaire et financière ? (oui/non)
5) Conditions monétaires et de change
<p>Objectif : Évaluer si les conditions monétaires sont propices au développement du MOML.</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) L'inflation est-elle faible et stable ? Les anticipations d'inflation sont-elles bien ancrées ? (oui/non) 2) Les taux de change sont-ils alignés sur les fondamentaux, de sorte que les investisseurs ne craignent pas de fortes dévaluations ? (oui/non) 3) L'instabilité des taux d'intérêt de marché à court et à long terme est-elle bien contenue ? (oui/non) 4) La répression financière (par l'intermédiaire du contrôle des taux d'intérêt, par exemple) est-elle absente du système financier ? (oui/non)
6) Solidité du secteur financier
<p>Objectif : Évaluer si les conditions du secteur financier sont propices au développement du MOML.</p> <p>Question clé : Le secteur bancaire est-il solide et stable, avec une solvabilité et une liquidité adéquates ? (oui/non)</p>
7) Capacité de gestion de la dette et procédures opérationnelles
<p>Objectif : Évaluer si les conditions propices à une gestion efficace de la dette publique sont en place.</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Le cadre juridique et institutionnel confère-t-il un mandat explicite à une entité unique chargée d'émettre des titres de créance publics pour le compte de l'administration centrale et d'exécuter les opérations connexes ? (oui/non) 2) L'entité chargée de la gestion de la dette dispose-t-elle d'un cadre de gouvernance solide et de personnels compétents ? (oui/non) 3) L'entité chargée de la gestion de la dette formule-t-elle et publie-t-elle une stratégie de gestion de la dette à moyen terme ? (oui/non)

Source: FMI, BM



IL N'EXISTE PAS D'APPROCHE UNIVOQUE

Il convient d'abord d'avoir une bonne analyse de l'écosystème financier du pays

Les 3 étapes (Jonasson et Papaioannou 2018)

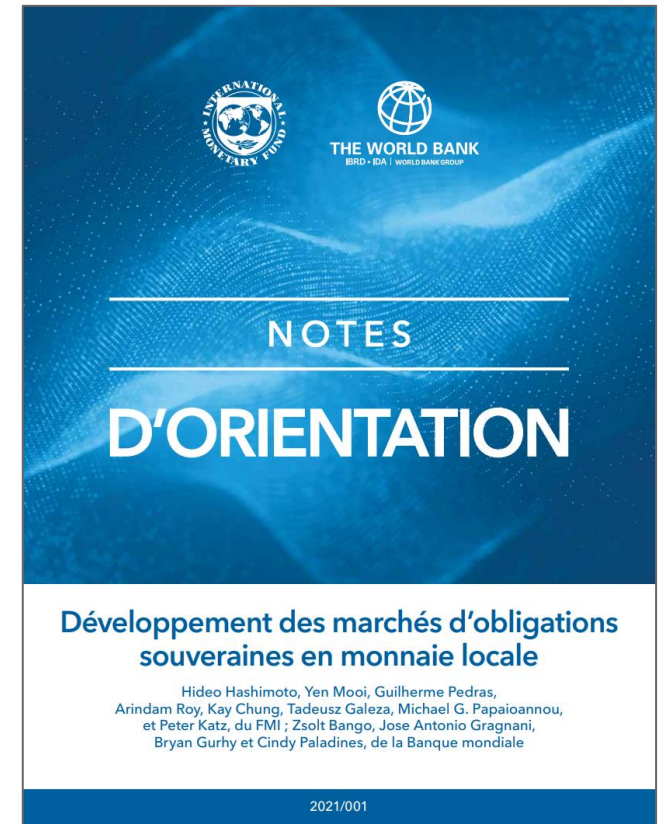
- Créer les marchés primaire et secondaire
- Accroître la liquidité du marché
- Mettre en place des produits dérivés

LES ÉTAPES POUR LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS DE DETTE EN MONNAIE LOCALE (FMI ET BANQUE MONDIALE 2021)

Le FMI et la Banque mondiale ont proposé en 2021 une « **note d'orientation** » à destination des pays émergents et en développement pour le développement des LCBM

La note détaille les différentes étapes pour développer un LCBM

- Bloc 1 : marché monétaire
- Bloc 2 : marché primaire
- Bloc 3 : base d'investisseurs
- Bloc 4 : marché secondaire
- Bloc 5 : infrastructure du marché financier
- Bloc 6 : cadre juridique et réglementaire





RÔLES DES PRINCIPAUX ACTEURS DU DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS DE DETTE EN MONNAIE LOCALE

Les États

- Maîtrise budgétaire
- Transparence sur leur politique d'émission
- Gestion des émissions de dette : régularité, liquidité, prévisibilité
- Cadre légal robuste

Les banques centrales (politique monétaire et supervision bancaire)

- Crédibilité de la monnaie et maîtrise de l'inflation
- Robustesse du secteur bancaire
- Refinancement des titres d'État
- Support pour la mise en place d'infrastructures et de cadres réglementaires adéquats : plateformes de transactions, clearing des transactions, teneur de compte

Ces dernières fonctions peuvent être transférées à d'autres acteurs : UMOA-Titres, Cosumaf...

Les spécialistes en valeur du Trésor (charte)

- Souscrire des montants minimaux sur le marché primaire
- Animer le marché secondaire



DÉVELOPPER LA BASE D'INVESTISSEURS

Élargir la base des investisseurs permet d'éviter un nexus banques-État qui accroît le risque financier d'un pays et d'offrir de plus nombreuses possibilités de financement pour les États, quantitativement et qualitativement

Les acteurs domestiques

- Assureurs
- Fonds de pension et caisses de retraite
- Particuliers

Les investisseurs internationaux

- Enjeu du risque de change, mais réduit en cas de change fixe, sinon nécessité de produits de couverture, le plus souvent sur des marchés de gré à gré
- Risque de crédit et de liquidité sont leurs autres risques principaux



ACCROÎTRE L'OFFRE DE TITRES, SANS NUIRE À LA LIQUIDITÉ

Maturités courtes et longues

Taux fixes, taux variables

Obligations indexées sur inflation, PIB...

Obligations avec un cahier des charges spécifiques : vertes, bleues, ESG (*environmental, social and governance*)...

3. Quel cadre de gouvernance pour gérer des titres publics au sein de banques commerciales ?



DÉFINIR LE CADRE DE GESTION

Comité des risques :

en charge de définir les critères d'investissement de long terme

- Limites quantifiées par type de risque
- Risque opérationnel, validation de procédures
- Code de bonne conduite

Comité d'investissement :

en charge de donner une orientation de court terme et de suivre le bon respect des règles

Les deux comités doivent être parfaitement indépendants



LES CRITÈRES D'INVESTISSEMENT (1/2)

LES PRINCIPES

Les critères d'investissement sont proposés par le *risk management* (middle office) et validés par le Comité des risques, mais pas par le front office, même si celui-ci peut donner son avis

Les critères d'investissement sont donc une donnée extérieure qui s'impose comme une contrainte au gestionnaire. L'objectif du gestionnaire est alors de valoriser au mieux cette contrainte, dans un objectif de maximisation du rendement

Les critères d'investissement doivent être clairement définis, transparents et parfaitement accessibles pour les gestionnaires

Le suivi des critères d'investissement doit être effectué de façon dynamique, en fonction des évolutions de marché et des prises de position des gestionnaires



LES CRITÈRES D'INVESTISSEMENT (2/2)

LES CATÉGORIES DE RISQUE

Le risque de contrepartie ou de crédit

évalué sur base d'états financiers et de notations de crédit

Les risques de marché (Value at Risk...)

- Risque de change
- Risque de taux (Duration)
- Risque de spread
- Risque de liquidité



PROCESSUS DE DÉCISION : LA RESPONSABILITÉ DU GESTIONNAIRE

Un état en temps réel et dynamique (échéancier) des positions (cash et titres) et des consommation de limites

Des outils analytiques d'aide à la décision, pour évaluer le risque du portefeuille que les gestionnaires sont prêts à prendre, ou encore la perte maximale acceptable pour un niveau de confiance donné

Décisions de gestion de la responsabilité du front office, avec un *éventuel* système de validation en fonction du niveau de risque

Contrôles ex post, mais au fil de l'eau, par le middle office du respect des limites et des règles opérationnelles



ANALYSE DES PERFORMANCES RAPPORTÉES AU NIVEAU DU RISQUE PRIS PAR LE FRONT OFFICE

En lien avec le Comité d'investissement

Calcul de la performance d'un portefeuille, fondée sur sa valorisation précise et régulière, en général sur base quotidienne

Évaluation du risque d'un portefeuille, souvent sur base de la volatilité de la valeur de marché du portefeuille, ou de sa VaR, ou de stress tests

Utilité d'un indice de référence ou benchmark, pour évaluer le risque et le rendement de la gestion active réalisée au front office

Utilité d'un ratio *risk reward* (ratio de Sharpe), pour évaluer le rendement du portefeuille rapporté au risque pris

4. Stratégies financières de gestion de portefeuille obligataire



LIMITES DES STRATÉGIES DE DÉTENTION DES TITRES À MATURITÉ

La plupart des investisseurs ont initialement la tentation d'avoir une stratégie de détention à maturité

Cette stratégie est contreproductive pour le développement des marchés secondaires

- Seuls les acheteurs initiaux bénéficient de cet investissement, principalement les banques : donc faible base d'investisseurs
- Faible liquidité des titres, car très peu de transaction sur le marché secondaire

Cette stratégie est contreproductive pour les investisseurs qui manquent de nombreuses stratégies financières plus rentables et pour les émetteurs qui n'ont pas une base suffisante d'investisseurs pour réduire leur coût de financement



LES STRATÉGIES OBLIGATAIRES DIRECTIONNELLES

La position de duration (long/court) : position relative directionnelle sur l'évolution des taux de rendement, prise en surpondérant ou sous-pondérant l'exposition au risque de taux de rendement

Éléments d'analyse financière d'une stratégie directionnelle

- La position de carry et le coût de portage (coût de financement) : être long d'une obligation (c'est-à-dire être détenteur de l'obligation) génère un rendement avec le passage du temps et le coût de portage est le coût des fonds immobilisés pour financer cette position longue
- Le roll down et les prix à terme : avec le passage du temps, la maturité résiduelle de l'obligation diminue et, en fonction de la forme de la courbe des taux à terme, le taux de l'obligation diminue ou augmente avec le passage du temps



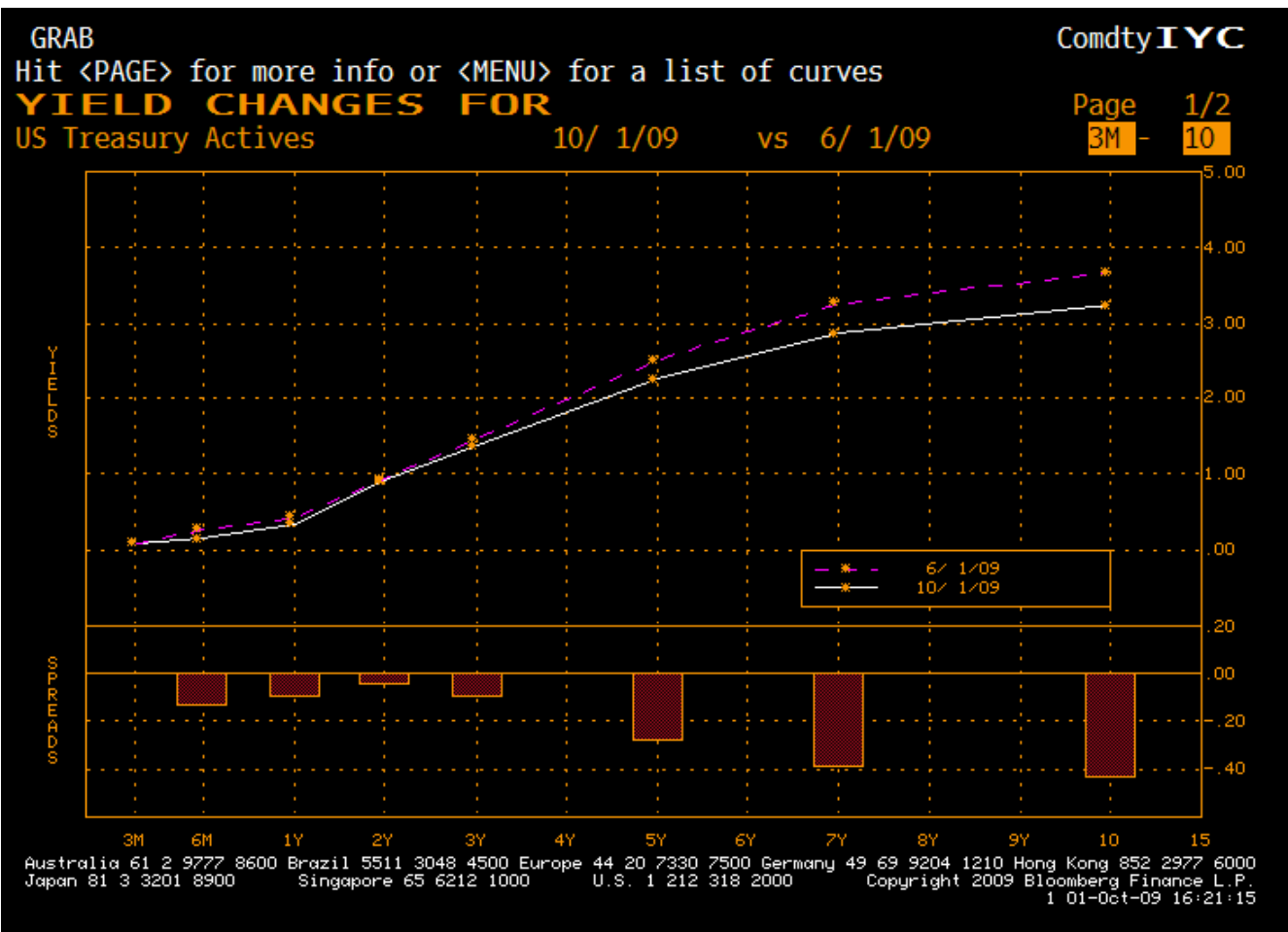
LES STRATÉGIES OBLIGATAIRES DE COURBE

On distingue trois principales stratégies de courbe :

- **Les positions d'aplatissement (flattening)** : position qui anticipe une baisse (hausse) du taux long plus (moins) importante que celle du taux court
- **Les positions de pentification (steepening)** : position qui anticipe une baisse (hausse) du taux long moins (plus) importante que celle du taux court
- **Les positions de butterfly** : position sur le taux relatif d'un point de la courbe par rapport à deux autres points de la courbe



EXEMPLE D'UNE DÉFORMATION DE COURBE ENTRE DEUX DATES : LA COURBE S'EST APLATIE ENTRE LES 2 ET 10 ANS





LES STRATÉGIES OBLIGATAIRES DE COURBE ET DE SPREAD

Les stratégies de spread sont particulièrement pertinentes dans des unions monétaires, Zone euro, UEMOA, CEMAC, car tous les titres sont émis dans la même devise

Deux grandes catégories de stratégies de spread :

- Les positions de spread entre titres d'émetteurs différents
- Les positions de valeur relative entre titres d'un même émetteur

SPREAD HISTORIQUE ENTRE LE 10 ANS ALLEMAND ET LE 10 ANS IRLANDAIS : LE SPREAD ÉVOLUE DANS UN RANGE TRÈS LARGE, ENTRE 25 ET 279 POINTS DE BASE





LES STRATÉGIES OBLIGATAIRES UTILISANT LES PRODUITS DÉRIVÉS DE TAUX

Les contrats à terme (futures) : instruments financiers à terme ferme, permettant de fixer aujourd'hui le prix d'un achat (ou d'une vente) qui sera réglé(e) à une date future connue

- Les futures monétaires
- Les futures obligataires

Les swaps de taux : contrats d'échange d'un taux d'intérêt contre un autre

Ces produits dérivés nécessitent cependant une documentation et une infrastructure de marché spécifiques pour limiter le risque pris lors de l'achat et la vente de ces produits, mais aussi des gestions du risque plus sophistiquées de la part des investisseurs