

MASTER CLASS

Bonnes Pratiques et Développement de Marché



WORLD BANK GROUP
Finance, Competitiveness & Innovation

Sébastien Boitreaud
Lomé, Janvier 2026

Agenda

1. Focus: le marché primaire
2. Focus: le marché secondaire
3. Focus: les relations avec les investisseurs
4. Le cadre de développement du marché

Préambule - un peu d'histoire

- Changement de pratique du Trésor américain dans les années 1970-1980 avec augmentation de la dette fédérale – régularité, prévisibilité et transparence
- Résultats positifs et dissémination progressive dans les autres économies avancées
- Après la crise de 1997, l'importance d'une gestion efficace de la dette publique apparaît au premier plan (distincte de la politique budgétaire)
- Publication des lignes directrices du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale pour la gestion de la dette publique adoptées en 2001 et actualisées en 2013:
 - ✓ *Ensemble de principes volontaires visant à aider les gestionnaires de dettes à améliorer leurs pratiques de gestion de la dette et à réduire leur vulnérabilité financière.*
 - ✓ *Incluent le développement et maintien d'un marché efficace pour les titres publics.*
- Publication de la note d'orientation du FMI et de la Banque mondiale sur le développement des marchés d'obligations souveraines en monnaie locale (LCBM) en 2021 (*en cours d'actualisation*)

1. Focus: le marché primaire



Principes généraux (1/2)

1. Le gouvernement doit émettre sur une base régulière et prévisible

Il est recommandé de publier un programme annuel d'emprunt cohérent avec une stratégie de moyen terme.

Un calendrier plus détaillé trimestriel ou mensuel doit le compléter.

L'avis d'appel d'offre doit fournir des informations précises sur les titres à émettre et le volume offert par ligne

2. Le gouvernement doit emprunter aux prix du marché, en tant que « preneur de prix »

Il est recommandé d'accepter toutes les offres (bids) jusqu'à ce que le volume annoncée soit couvert.

Des adjudications ne doivent pas être annulées sauf circonstances exceptionnelles.

Principes généraux (2/2)

3. La concentration des émissions sur un nombre limité de lignes de référence favorise la liquidité

Le ré-abondement de ces lignes doit être privilégié

4. Les émissions de titres d'État et les opérations de gestion active de la dette (DM) doivent être concurrentielles et transparentes

Cela renforce la crédibilité et la confiance accordées au gouvernement.

Les adjudications doivent être l'outil privilégié, complété par des syndications pour des objectifs précis

Transparence des émissions locales



Dans la pratique (1/2)

1. Accroître la prévisibilité des émissions

- Informations détaillées ou informations fiables ?
- Le rôle de l'expérience (track record)
- Le cas des Bons du Trésor et des syndications

2. Accepter la loi de l'offre et de la demande lors de l'émission

- Une application difficile dans les marchés naissants avec une base d'investisseurs limitée et peu diversifiée
- Quel degré de souplesse est acceptable?

Example

Comme au cours des années précédentes, l'Agence France Trésor ajustera ses émissions pour répondre à la demande et assurer la liquidité des valeurs du Trésor. Le programme prévoit notamment que les émissions d'obligations indexées, tant sur l'inflation française qu'européenne, représenteront environ 10 % des émissions nettes à moyen et long terme.

Par ailleurs, l'AFT procédera en 2026 à des rachats de titres (BTF et OAT, nominaux et indexés) en fonction des conditions de marché.

Le programme de financement pour 2026 prévoit des émissions à moyen et long terme nettes des rachats à hauteur de 310,0 milliards d'euros. Le besoin de financement est susceptible d'être ajusté, si nécessaire, en fonction de la loi de finances pour 2026.

1. Création de nouveaux titres

Sur le segment des obligations nominales :

- L'AFT procédera à l'émission par adjudication d'une nouvelle souche de référence à 3 ans, d'une nouvelle souche de référence à 5/6 ans et d'une nouvelle souche de référence à 10 ans ;
- L'AFT analysera, en lien avec les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT), les perspectives d'émission par syndication d'une nouvelle ligne d'une maturité 20 ans, en fonction des conditions de marché ;
- L'AFT analysera, en lien avec les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT), les perspectives d'émission par syndication d'une nouvelle ligne de maturité 30 ans, en fonction des conditions de marché ;
- L'AFT examinera également, en lien avec les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT), l'opportunité de créer par syndication une OAT verte de maturité plus courte que les OAT vertes nominales aujourd'hui existantes, en fonction de l'évolution de la demande, et sous réserve des dépenses vertes éligibles disponibles.

Sur le segment des obligations indexées sur l'inflation :

- L'AFT étudiera, en lien avec les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT) et en fonction de l'évolution de la demande, l'opportunité de l'émission, par adjudication, d'une nouvelle obligation indexée sur l'inflation européenne de maturité 10 ans.

Plus généralement :

L'AFT continuera d'abonder l'ensemble de ses souches nominales, indexées sur l'inflation européenne et indexées sur l'inflation française existantes en fonction de la demande exprimée pour celles-ci.

L'AFT continuera par ailleurs d'abonder ses obligations vertes au gré de la demande de marché. L'ensemble de ces émissions s'effectuera dans la limite du montant des dépenses vertes éligibles pour 2026 qui sera communiqué ultérieurement.

Enfin, comme en 2025, une réserve de titres pourra être mise en place au profit de la [Caisse de la dette publique \(CDP\)](#). Ce dispositif permettra de mobiliser des liquidités dans la limite de 20 milliards d'euros par des mises en pension de court terme. Cette réserve fera l'objet d'une communication dédiée.

Dans la pratique (2/2)

3. Emettre et ré-abonder des lignes de référence

- Cibler les maturités pertinentes
- L'arbitrage difficile avec la gestion de la trésorerie
- Les opérations de gestion active de la dette

4. Choisir les bons instruments

- Privilégier les adjudications...
- ...et réservier les syndications locales pour des objectifs précis
- Eviter les instruments opaques et/ou non concurrentiel

	Auctions	Syndication	Tap Issues	Private Placements
# of countries	66	16	23	3
Characteristics	<u>Predominant issuance mechanism</u> because of transparency and cost benefit.	In case of <u>uncertain demand</u> (e.g., new issuances) or fragmented investor base.	<u>Predefined characteristics</u> and acceptance period, or in an auction framework: non-competitive bids.	Issue of securities, with specific characteristics, <u>directly to an investor</u> or a group of investors (reverse inquiry).

2. Focus: le marché secondaire



A quoi sert le marché secondaire et comment fonctionne-t-il?

- Le marché secondaire fournit :
 - La **liquidité**, c'est-à-dire que les investisseurs ont plusieurs options pour acheter et vendre leurs titres à court terme et à un coût raisonnable, avec un impact limité sur le prix
 - La possibilité de **transformer les échéances** et la composition d'un portefeuille d'investissement : les investisseurs peuvent conserver des maturités plus longues que celles de leurs passifs ou engagements.
- Une **référence en termes de prix** (transparence) pour les investisseurs, les intermédiaires et le marché primaire.
- Dans un **marché axé sur les cotations**, ces intermédiaires affichent en permanence les prix d'achat (bid) et de vente (ask), assurant ainsi la liquidité du marché
- À l'inverse, **dans un marché axé sur les ordres**, les investisseurs et les courtiers expriment leurs intentions d'achat ou de vente. Une transaction n'est conclue que lorsqu'un ordre d'achat et un ordre de vente se rencontrent à un prix compatible

Marchés primaire et secondaire sont liés

- Lorsqu'il n'y a pas de marché secondaire, les émissions sur le marché primaire doivent être plus fréquentes afin de répondre à la demande continue et de faciliter la détermination des prix
- Au fur et à mesure que le marché secondaire se développe, il convient de reduire la fréquence des émissions et de priviliger les obligations de référence (benchmarks)
- Cette approche permet au marché secondaire de répondre aux besoins des investisseurs
- **La publication rapide des résultats des enchères est donc d'une importance capitale**

Le cadre de fonctionnement du marché secondaire

- Le cadre doit préciser les règles applicables aux acteurs du marché, à la conduite du marché, aux exigences de transparence et les procédures de compensation et de règlement
- Ces règles devraient permettre de réduire les asymétries d'information et d'assurer des conditions de concurrence équitables au sein de chaque classe d'acteurs du marché
- Les **fonctions de surveillance** devraient être clairement réparties :
 - Le marché primaire et les intermédiaires supervisés par la Banque centrale et/ou le ministère des Finances
 - la conduite des acteurs du marché primaire et secondaire supervisés par l'autorité de marché
- La **vente à découvert** (*short selling*) doit être autorisée
 - Pour stimuler le marché et soutenir les engagements de tenue de marché des spécialistes en valeurs du Trésor
 - Elle peut être limitée pour éviter les abus (vente à découvert nue – naked short selling)

Le rôle des intermédiaires

- Ethique et déontologie – clarté sur le superviseur compétent
- Gestion dynamique de portefeuille (classification comptable)
- Gestion des risques et diversification des placements
- Service client pour renforcer la confiance des clients finaux vis à vis du marché

Le rôle du marché des pension livrée (repo)

- Un marché de pension livrée qui fonctionne bien permet aux intermédiaires de :
 - Gérer adéquatement leurs inventaires de titres et
 - Coter les cours des titres qu'ils ne détiennent pas dans leur portefeuille, tant qu'ils sont sûrs de pouvoir les emprunter temporairement
- Une facilité spécifique de prêt de titres pour les spécialistes en valeurs du Trésor
 - Sous forme de repo
 - Pour soutenir les engagements en matière de tenue de marché
 - À un taux dissuasif afin de conserver son caractère de « dernier recours »

Le rôle des teneurs de marché

- Ils facilitent les transactions entre acheteurs et vendeurs
- Chaque animateur de marché (« market maker ») fixe ses prix en fonction de sa propre estimation de la juste valeur du titre et de la performance attendue du marché
- Ce sont ces différences de perspectives qui génèrent des opportunités de transaction (base d'investisseurs diversifiée)
- Le marché secondaire doit donc être structuré de manière à préserver l'esprit commercial qui incite ces intermédiaires à y participer
- Les obligations des teneurs de marché doivent refléter les contraintes de l'environnement local (programme pilote)

Albanie - Programme Pilote en 2018

Obligation de référence à 5 ans



- Coupon fixé par le MoF avant la 1ère émission
- Au début, taille cible de ALL 12-13 bn (EUR 125-135 m). Maintenant ALL 20 billion (EUR 200m)
- Emissions pendant 6 mois minimum; ré-abondements
- Adjudications mensuelles

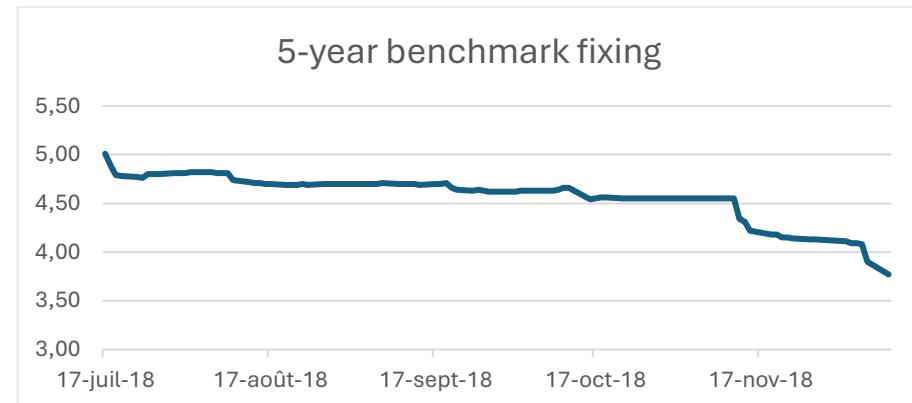
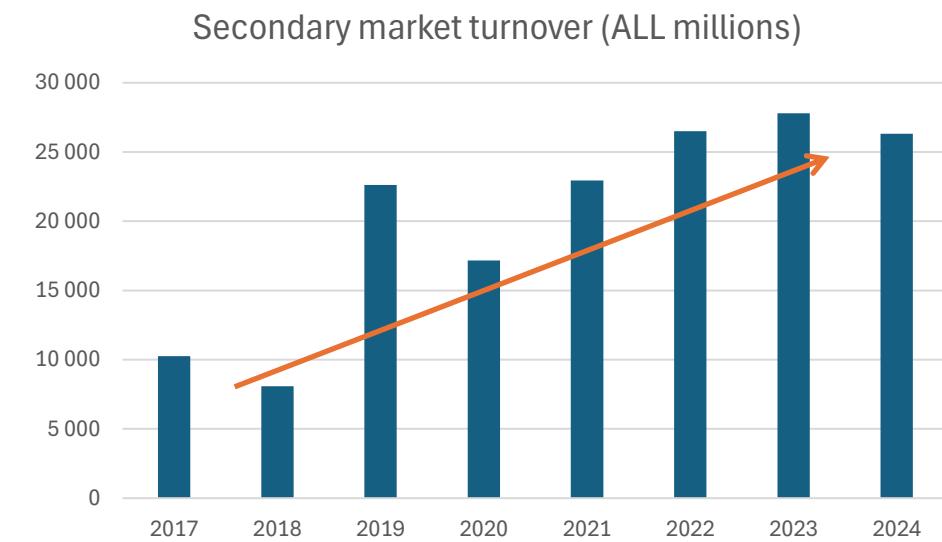
Teneurs de marché : 5 banques



Obligations	Priviléges
Obligations de souscription minimale	Accès exclusif aux adjudications
Cotations indicatives et fermes	Information/consultation sur les émissions
Prix fixé quotidiennement	Facilité de prêt de titres
Ordres clients	Comité mensuel des teneurs de marché
Post-trade reporting	

Résultats

- **La plus grande banque a finalement rejoint le groupe des teneurs de marché en 2024**
 - Maintenant 6 teneurs de marché
- **Amélioration graduelle du volume de transaction sur le marché secondaire**
- **5-year benchmark reference rate established (daily fixing)**
- **Cotations surcRefinitive**



Leçons

Attentes réalistes en termes de calendrier et de résultats

- Il faut du temps pour établir la confiance

La facilité de prêt de titres et les offres non-compétitives sont clef

- Attention à équilibrer les obligations et les priviléges

Nombre minimal de teneurs de marché

Evaluation de la performance ne doit pas être reportée trop longtemps

Engagement conjoint

‘business case’ convaincant pour attirer les participants

Plateforme de négociation sur le marché secondaire et transparence

- Les plateformes de négociation des titres à revenu fixe négociés sur le marché de gré à gré (OTC) sont différentes de celles utilisées en bourse
- Une plateforme doit offrir un traitement automatisé de bout en bout des transactions et doit être interconnectée avec le système de règlement
- Différentes modalités d'accès à la plateforme et aux cotations affichées par les teneurs de marché doivent être discutées.
- Des mesures sont nécessaires pour garantir l'accès rapide aux informations pré-négociation et aux informations sur les transactions du marché secondaire.

Exemple de plateforme – le Maroc

- **Le modèle marocain est un modèle hybride qui regroupe deux compartiments à savoir :**

- Le B2B (Business to Business) : il s'agit d'un système exclusif à un groupe restreint de banques (IVT). Il offre la possibilité d'avoir une cotation ferme et continue des titres permettant de conclure des opérations de manière transparente sans passer nécessairement par des négociations préalables.
- Le B2C (Business to Customers) : il s'agit d'un système qui regroupe, à la fois, les banques et les investisseurs finaux. Ces deux catégories d'intervenants sont répartis dans ce modèle en « market makers » (rôle qui peut être tenu uniquement par les IVT) et « price takers » (rôle qui peut être joué à la fois par les investisseurs finaux et les IVT).

B2B :

- des teneurs de marché se cotent mutuellement
- en continu
- des prix fermes à l'achat et à la vente
- pour certains montants

B2C :

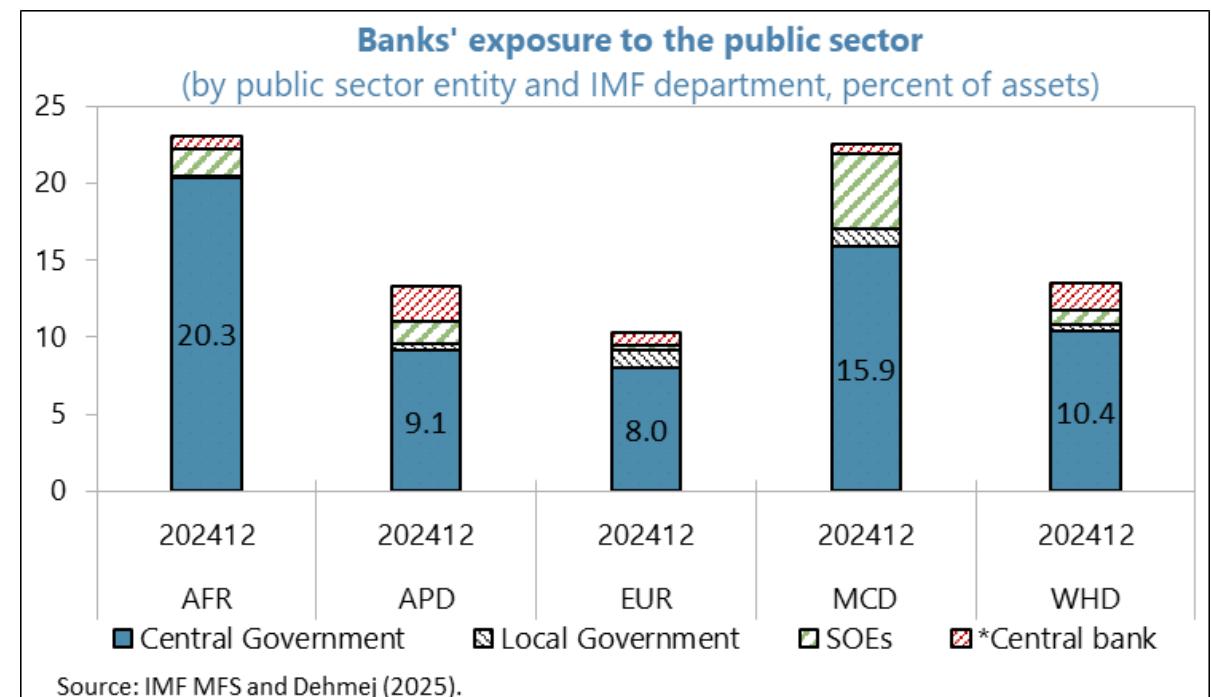
- des clients demandent « request for quote »
- à plusieurs teneurs de marché simultanément
- un prix pour un certain montant
- et traitent avec la (les) banque(s) qui a(ont) coté le meilleur prix

3. Focus: les relations avec les investisseurs

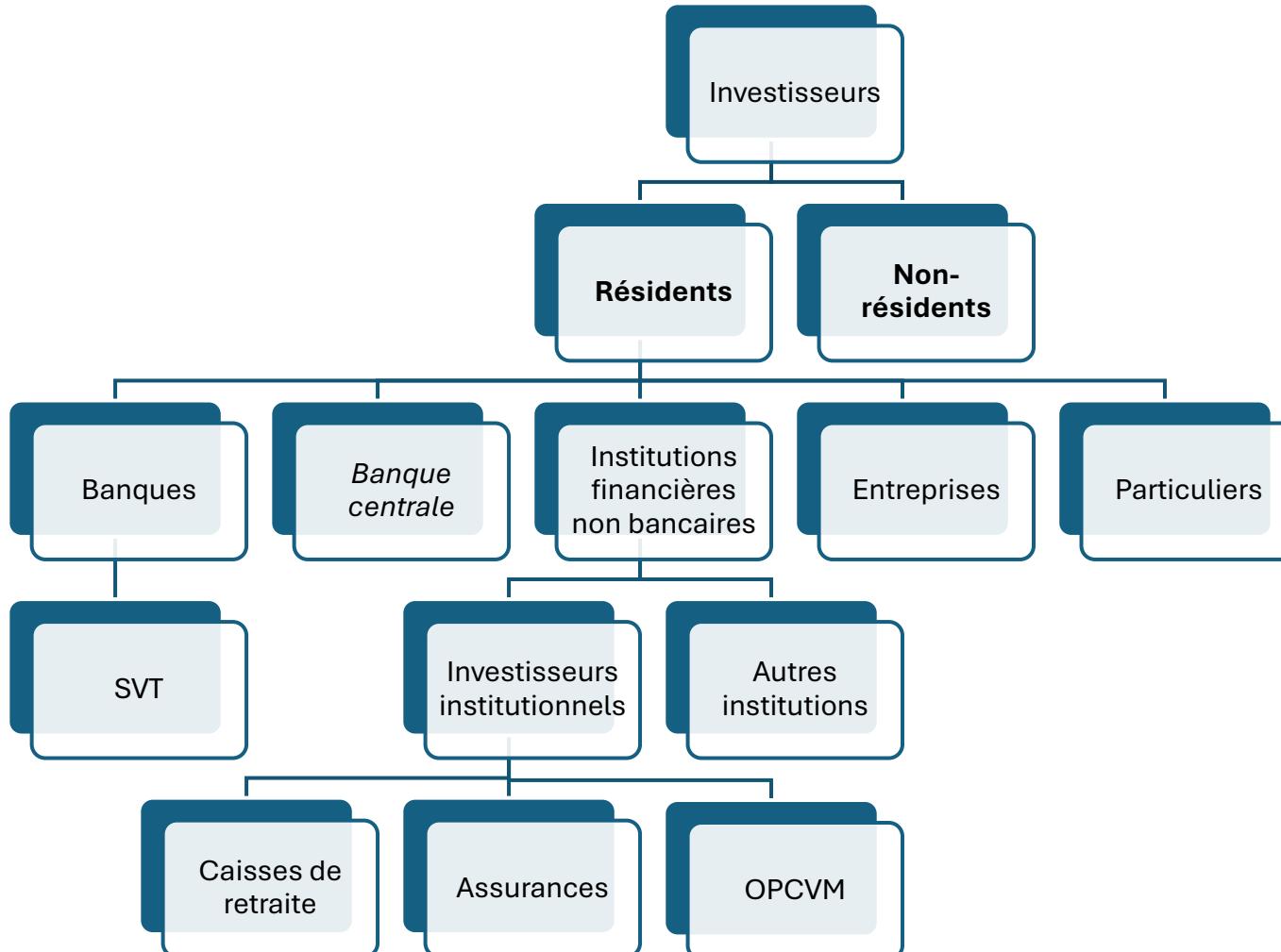


Les catégories d'investisseurs (1/2)

- Pour les marchés naissantes / émergents, les banques sont les premiers investisseurs
- La diversification de la base d'investisseurs est un processus nécessaire mais long et souvent difficile



Les catégories d'investisseurs (2/2)



Comment améliorer les relations avec les investisseurs

TRANSPARENCE

Politique et stratégie de gestion de la dette

Calendrier d'émission fiable

Informations régulières sur le portefeuille de dette

Explication des changements dans la stratégie et le calendrier annoncés

Améliore la confiance du marché

AMÉLIORER LA LIQUIDITÉ

Promotion de la transparence des prix pré- et post-transactions

Émissions de références

Teneurs de marché

Marché de la pension livrée

Augmentation du marché Efficacité

RÉDUCTION DES COÛTS DE TRANSACTION

Infrastructures de conservation, compensation et règlement

Plateformes de négociation électronique pour améliorer la transparence des prix et assurer la meilleure exécution

Conventions de marché

Encourage une participation plus large

Les outils: site internet, réunions collectives et bilatérales, personne/ unité dédiée chez l'émetteur, visites chez les investisseurs (non-deal roadshows)

Que faire à court et moyen terme? (1/2)

Catégorie d'investisseurs	Mesures possibles
Investisseurs institutionnels	Favoriser un dialogue accru entre l'émetteur et les régulateurs sur les règles d'investissement qui garantissent des rendements stables, la solvabilité des investisseurs et la flexibilité de gestion actif/passif
Investisseurs institutionnels	Dans le cadre du programme de relations investisseurs, communiquer régulièrement avec les investisseurs institutionnels pour comprendre leurs besoins de placement et expliquer la stratégie de gestion de la dette
Investisseurs institutionnels	Éviter la double imposition pour les investisseurs finaux
Caisses de retraites et sociétés d'assurance	Avec le développement des actifs sous gestion, il faut progressivement s'éloigner de plafonds/ plafonds par instrument pour adopter des « règles de personne prudente »

Que faire à court et moyen terme? (2/2)

Catégorie d'investisseurs	Mesures possibles
Caisses de retraites et sociétés d'assurance	Émettre des obligations à plus long terme qui correspondent mieux à la structure de passif de ces investisseurs
Caisses de retraites	Un objectif de taux de rendement réel peut susciter une demande pour des obligations liées à l'inflation
Caisses de retraites et sociétés d'assurance	L'émission d'obligations de référence améliore la liquidité aux investisseurs.
Investisseurs institutionnels	Ouvrir l'accès aux pensions livrées
Caisses de retraites et sociétés d'assurance	La gestion active de la dette permet d'atténuer le risque de réinvestissement pour les investisseurs à long terme
OPCVM	Développer un cadre juridique

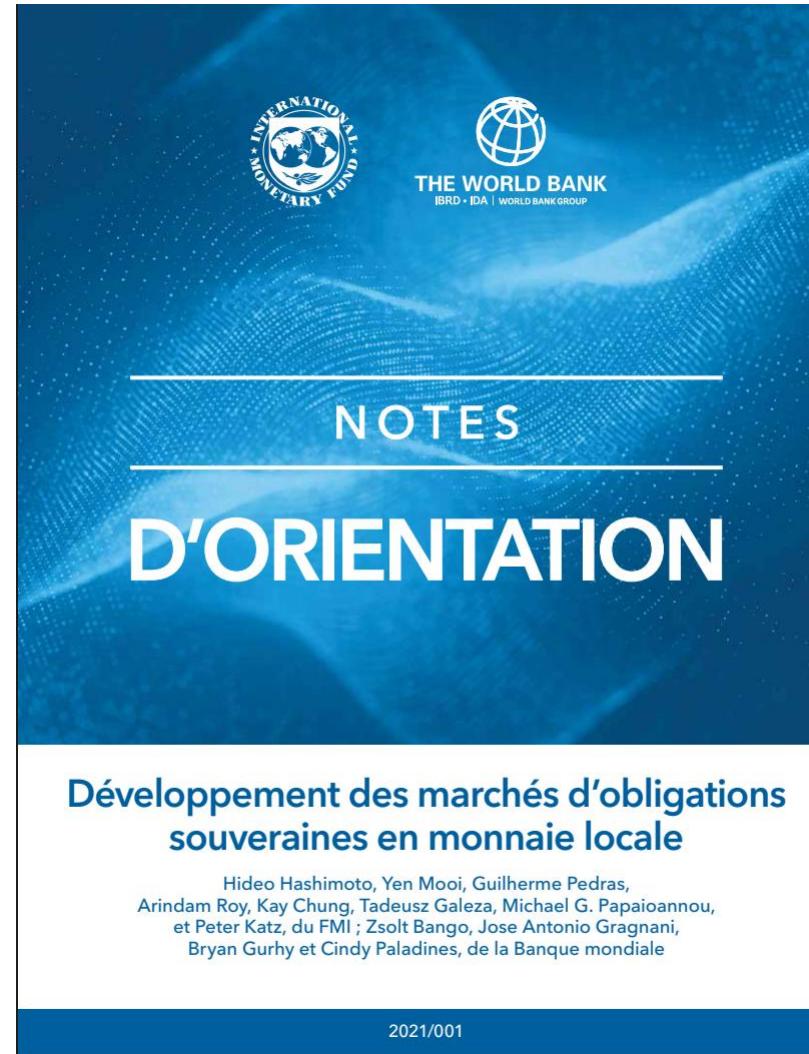
4. Le cadre de développement du marché



Note d'orientation du FMI et de la Banque mondiale

La note d'orientation du FMI et de la Banque mondiale sur le développement des marchés d'obligations souveraines en monnaie locale (LCBM) décompose un sujet complexe en un cadre analytique clair...

Elle est accessible [ici](#)



Structure du cadre

Éléments clés de la note d'orientation du LCBM

Première partie : Diagnostic

- Conditions favorables + 6 blocs
- Le Cadre utilise **plusieurs ensembles d'indicateurs de résultats et de politiques** pour évaluer le stade de développement du marché, dans chaque bloc

Partie II : Expériences par pays

- Basé sur une vaste expérience de l'AT et une **enquête** récemment menée
- Aborde les défis fréquemment rencontrés
- Identifie les **solutions possibles** aux défis
- **Études de cas par pays** pour mettre en évidence les succès obtenus dans la mise au point de divers éléments constitutifs

Partie I : Diagnostic

Le cadre

Conditions propices

Évaluer dans quelle mesure les conditions initiales sont favorables au développement du LCBM

- Historique des performances macroéconomiques
- Besoins de financement de l'État
- Structure du secteur financier
- Situation budgétaire et d'endettement du gouvernement
- Conditions monétaires et de change
- Solidité du secteur financier
- Gestion de la dette publique et procédures

Blocs /Éléments constitutifs

Identifie les stades de développement et permet d'analyser les lacunes dans le pays étudié

BB1 : Marché monétaire

BB2 : Marché primaire

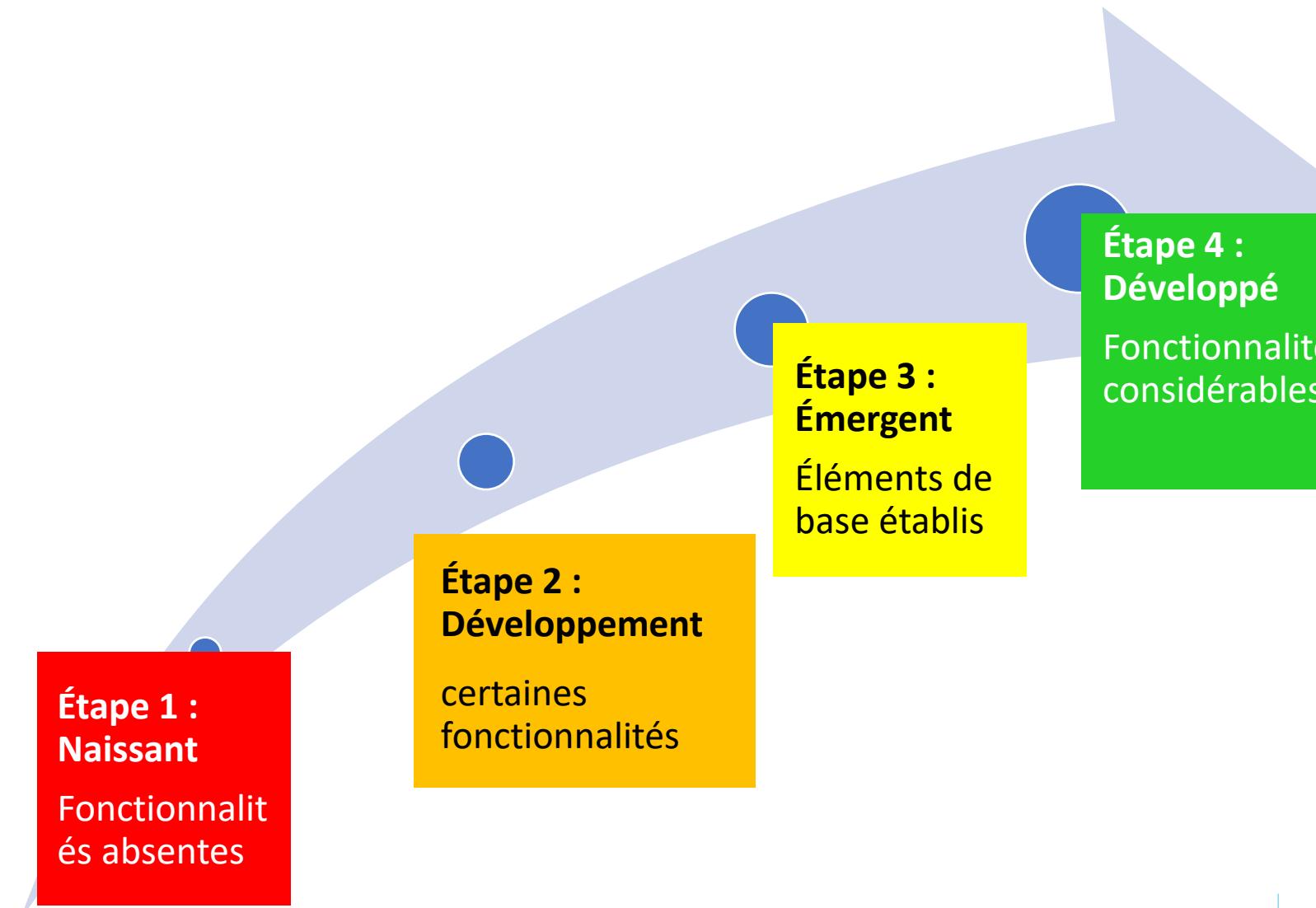
BB3 : Marché secondaire

BB4 : Base d'investisseurs

BB5 : Infrastructure des marchés financiers

BB6 : Cadre juridique et réglementaire

Quatre étapes du développement des marchés dans le cadre de la LCBM du FMI et de la Banque mondiale



Stade de développement – cas illustratif

Marché monétaire	Marché primaire	Marché secondaire	Base d'investisseurs	Infrastructure du marché financier	Cadre juridique et réglementaire
Marchés des titres à court terme et des pensions livrées	Dette intérieure négociable en pourcentage de la dette totale de l'administration centrale	Liquidité et profondeur du marché	Participants au marché	Plateformes technologiques de l'IMF (cadre des systèmes de l'IMF)	Autorité chargée des emprunts
Cadre opérationnel de la politique monétaire	Stabilité du financement sur le marché intérieur	Transparence pré-négociation et post-négociation	Profondeur et diversité du secteur bancaire	Service de règlement-livraison en dépôt efficace et à faible risque	Réglementation du marché et son application
Opérations de politique monétaire	Échéance des titres d'État négociables en monnaie locale	Obligations des teneurs de marché	Profondeur et diversité du secteur non bancaire	Solidité et environnement de fonctionnement du IMF	Protection des investisseurs
Transparence	Longueur de la courbe des rendements	Priviléges de teneurs de marché	Gestion des relations avec les investisseurs	Marchés Repo	Organismes de placements collectif (OPC)
Cadre juridique des opérations de pension livrée	Formation des pruix fondée sur le marché	Environnement des activités de négociation	Investisseurs institutionnels nationaux	Transparence (données et informations)	Cadre fiscal
	Mécanismes de placement fondés sur le marché		Financement monétaire par la banque centrale		
	Prévisibilité et transparence des émissions		Investisseurs étrangers		
	Prévisions des flux de trésorerie de l'Etat		Investisseurs de long terme		
	Transparence des résultats des adjudications				Étape 1 - Naissant
	Transparence de la communication entre les autorités et les participants du marché				Étape 2 - Développement
	Fragmentation du marché				Étape 3 - Émergent
	Obligations de référence				Étape 4 - Avancé
	Gestion de trésorerie et gestion de la dettes				

Des vidéos de formation de l'Institut du FMI offrent un bref récapitulatif (anglais)



OVERVIEW OF THE LCBM FRAMEWORK

IMF Institute Learning Channel
512 views • 4 months ago

Regardez cette vidéo [ici](#)



THE ENABLING CONDITIONS OF LCBM

IMF Institute Learning Channel
284 views • 4 months ago

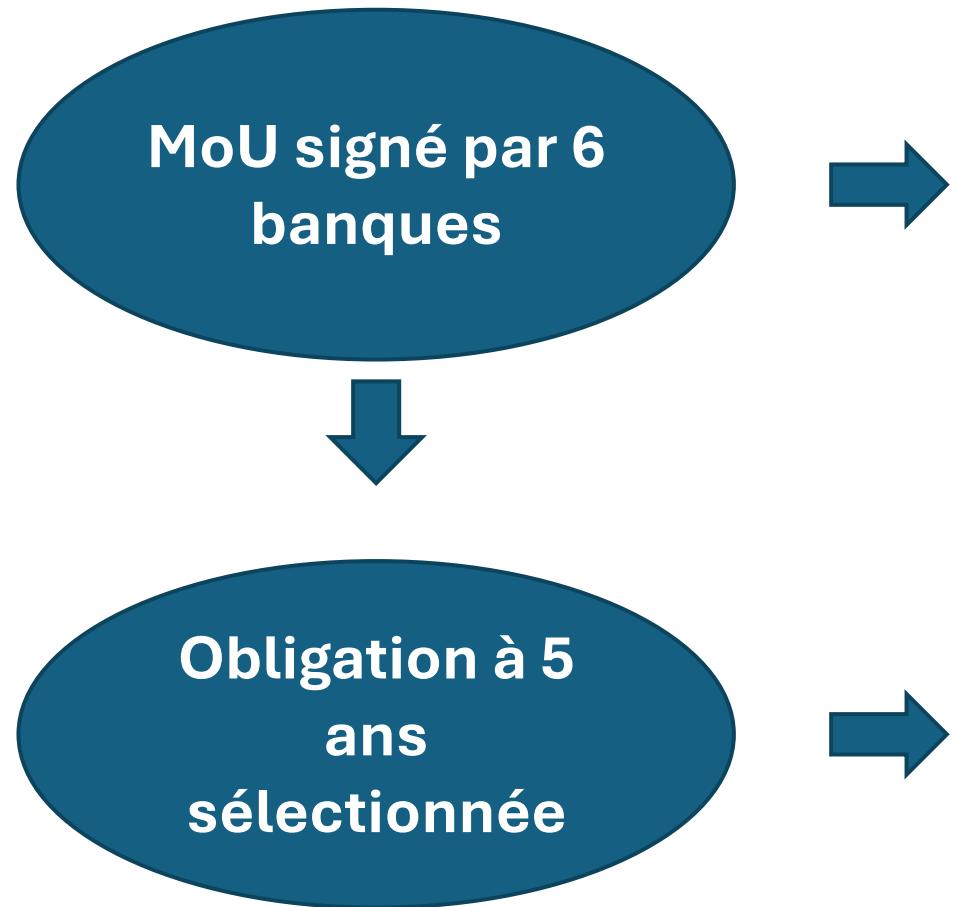
Regardez cette vidéo [ici](#)

Six autres vidéos complètent la série de vidéos LCBM – et sont disponibles [ici](#)

Annexes



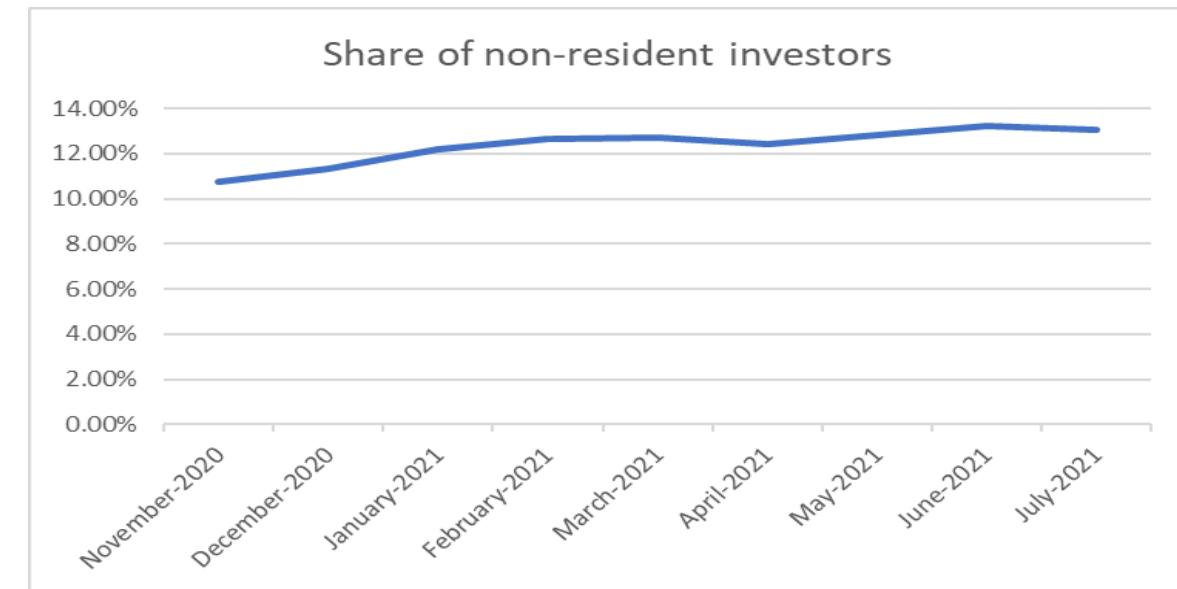
Exemple de programme pilote - Géorgie



Obligations	Privilèges
Obligations de souscription minimale	Accès exclusif aux adjudications
Obligations de tenue de marché	Jusqu'à 10% d'offres non-compétitives post adjudication
2 terminaux Bloomberg	Accès exclusif aux échanges et rachats
Au moins 50% du portefeuille en AFS	Accès exclusif aux opérations de la Banque centrale
Reporting hebdomadaire	
<ul style="list-style-type: none">• Taille cible de GEL 800-900 million (USD 250-275 million)• Emissions pendant 12 mois; ré-abondements• Adjudications mensuelles	

Leçons après 6 mois

- Activité croissante des non-résidents
- Marché secondaire plus animé mais pas d'augmentation notable sur le titre de référence
- Pas encore de prix quotidien
- Rôle du fonds de pension local pour les petites banques



Quels sont les avantages attendus de la note d'orientation du LCBM ?

- Identifie les défis communs et les solutions possibles pour les résoudre
 - Base de données «évolutive» sur les expériences des pays
 - Priorités fondées sur l'identification des étapes clef
- Outil de suivi des progrès dans le temps
- Facilite l'approche programmatique des assistances techniques



- Approche globale et systématique
- Facilite l'intégration avec d'autres prestataires d'assistance technique et les autorités nationales

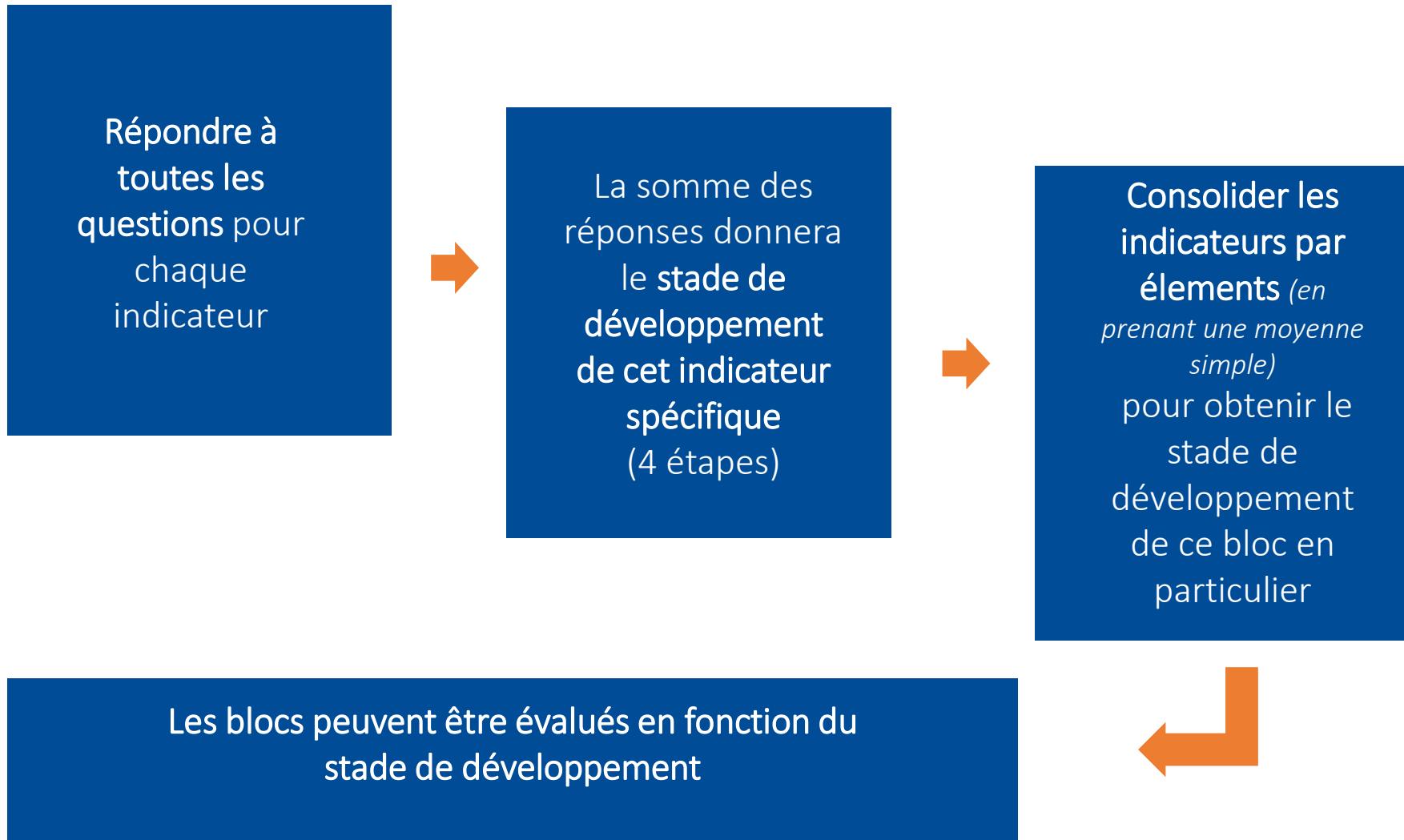
- Tirer parti de l'expérience du FMI et de la Banque mondiale
- Facilite l'adhésion et l'engagement avec les autorités

Types d'indicateurs

	Résultats	Politiques et pratiques
BB1 : Marché monétaire	1	4
BB2 : Marché primaire	4	9
BB3 : Marché secondaire	1	5
BB4 : Base d'investisseurs	1	5
BB5 : Infrastructure des marchés financiers		8
BB6 : Cadre juridique et réglementaire		5

Total de 43 indicateurs

Confirmer le stade de développement pour chaque indicateur



Partie II : Expériences des pays

Défis commun
& solutions possibles

- Liste non exhaustive, établi sur la base d'une vaste expérience en matière d'assistance technique, de collaboration avec les autorités et d'une enquête récente
- Vise à prendre en compte les spécificités de chaque pays
- Propose des solutions potentielles, étayées par des exemples de pays le cas échéant
- Reconnaît que les meilleures pratiques ne sont pas toujours mises en œuvre, en raison de contraintes...

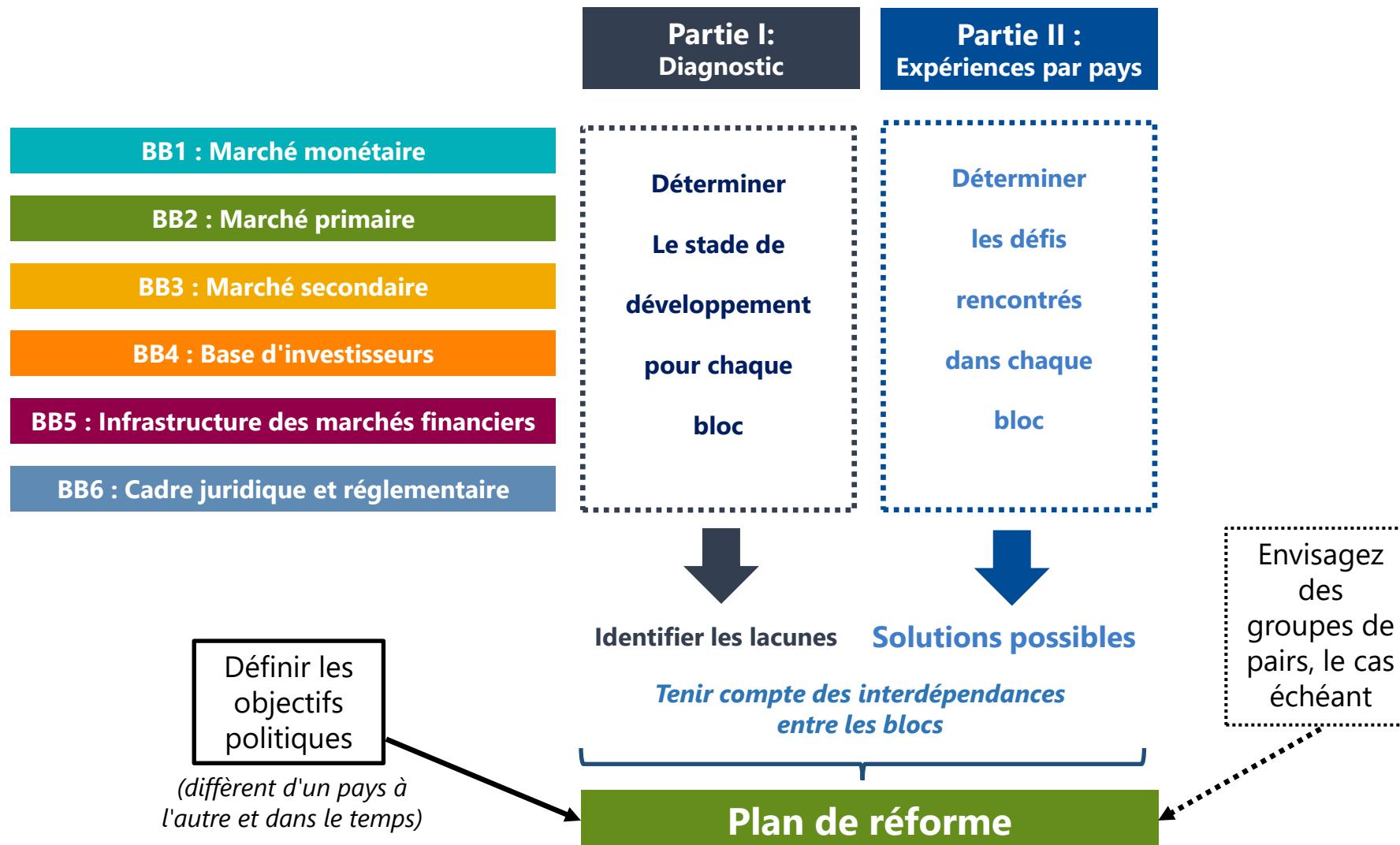
... telles que les faiblesses d'autres blocs



**Mets en avant l'interconnexion
entre blocs**

Le Cadre est révisé périodiquement et mis à jour en conséquence

Concevoir un plan de réforme



Merci

Sébastien Boitreaud

sboitreaud@worldbank.org