



THE WORLD BANK
IBRD • IDA | WORLD BANK GROUP

NOTES

D'ORIENTATION

Développement des marchés d'obligations souveraines en monnaie locale

Hideo Hashimoto, Yen Mooi, Guilherme Pedras,
Arindam Roy, Kay Chung, Tadeusz Galeza, Michael G. Papaioannou,
et Peter Katz, du FMI ; Zsolt Bango, Jose Antonio Gragnani,
Bryan Gurhy et Cindy Paladines, de la Banque mondiale

Note d'orientation sur le développement des marchés d'obligations souveraines en monnaie locale

**Préparé par Hideo Hashimoto, Yen Mooi, Guilherme Pedras,
Arindam Roy, Kay Chung, Tadeusz Galeza, Michael G. Papaioannou,
et Peter Katz, du FMI ; Zsolt Bango, Jose Antonio Gragnani,
Bryan Gurhy et Cindy Paladines, de la Banque mondiale**

Copyright ©2021 International Monetary Fund and The World Bank
Édition française ©2021 Fonds monétaire international et Banque mondiale

Édition française

Traduction réalisée par les services linguistiques du FMI

**Cataloging-in-Publication Data
IMF Library**

Names: Hashimoto, Hideo, 1973-, author. | Mooi, Yen Nian, author. | Pedras, Guilherme, author. | Roy, Arindam, author. | Chung, Kay, author. | Galeza, Tadeusz, author. | Bango, Zsolt, author. | Gragnani, Jose Antonio, author. | Gurhy, Bryan, author. | Paladines, Cindy, author. | Papaioannou, Michael G., author. | Katz, Peter, 1952-, author. | International Monetary Fund, publisher.

Title: Guidance note for developing government local currency bond markets / Prepared by Hideo Hashimoto, Yen Mooi, Guilherme Pedras, Arindam Roy, Kay Chung, and Tadeusz Galeza from the IMF; Zsolt Bango, Jose Antonio Gragnani, Bryan Gurhy, and Cindy Paladines from the World Bank Group.

Description: Washington, DC : International Monetary Fund, 2021. | Includes bibliographical references.

Identifiers: ISBN 9781513573922 (paper) | ISBN 9781513573953 (web PDF) | ISBN 9781513573939 (ePub)

Subjects: LCSH: Bond market—Developing countries. | Capital Market—Developing countries.

Classification: LCC HG4651 .H3 2021

ISBN 9798400207556 (French, paper) | 9798400207624 (French, ePub) | 9798400207655 (French, web PDF)

Approuvé par

Miguel Savastano (FMI) et Caroline Freund (Banque mondiale)

Préparé par Hideo Hashimoto, Yen Mooi, Guilherme Pedras, Arindam Roy, Kay Chung et Tadeusz Galeza, du FMI ; Zsolt Bango, Jose Antonio Gragnani, Bryan Gurhy et Cindy Paladines, de la Banque mondiale ; ainsi que Michael G. Papaioannou et Peter Katz (spécialistes, FMI) sous l'autorité de Thordur Jonasson, du FMI, et d'Anderson Silva, de la Banque mondiale. Les auteurs tiennent à remercier leurs pairs du FMI et de la Banque mondiale ainsi que les collaborateurs externes pour leurs apports et commentaires sur la note. Les vues exprimées ici n'engagent que leurs auteurs et ne sauraient être attribuées à la Banque mondiale, au FMI, à leurs conseils d'administration, ni à leurs directions.

Ce document a bénéficié des commentaires des spécialistes externes et des membres des services de la Banque mondiale et du FMI suivants : Ruchir Agarwal, Gregory Ambrosio, Phillip Anderson, Robert Andreoli, Emre Balibek, Rina Bhattacharya, Wouter Bossu, Laszlo Buzas, Bill Cox, Cristina Cuervo, Larry Cui, Guido Della Valle, Oumar Dissou, John Gardner, Cory Hillier, Amr Hosny, Lars Jessen, Jad Khallouf, Amina Lahreche, Estelle Liu, Geerten Michielse, Yibin Mu, Bill Northfield, Obert Nyawata, Dan Nyberg, Thomas Olofsson, Joanne Perez, Andre Proite, Asad Qureshi, Diego Rivetti, Celine Rochon, Sandeep Saxena, Alessandro Scipioni, Chaker Soltani, Leandro Secunho, Richard Stobo, Ian Storkey, Narayan Suryakumar, Miriam Tamene, Evridiki Tsounta, Patrick van der Wansem, Xavier Werner, Mike Williams, Luiza Zanforlin et Bo Zhao.

Mise en garde : Les vues exprimées dans cette note n'engagent que leurs auteurs. Rien de ce qui est contenu dans cette note ne doit être considéré représenter les vues des institutions, des États membres, ni des organismes qu'elle mentionne.

Toute question ayant trait aux droits d'auteur et licences, y compris les droits subsidiaires, doit être adressée à la division publication du FMI : International Monetary Fund, 700 19th St., NW, Washington, DC 20431, U.S.A. ; téléphone : (202) 623-7430 ; courriel : copyright@imf.org

Les commandes peuvent être effectuées en ligne
ou envoyées par télécopieur ou par la poste à :
International Monetary Fund, Publication Services
P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.
Tél. : (202) 623-7430 Téléc. : (202) 623-7201
Courriel : publications@imf.org
www.imfbookstore.org
www.library.imf.org

Table des matières

Résumé	v
Sigles et acronymes	vii
Introduction	1
Panorama des travaux réalisés jusqu’ici sur le développement des MOML	5
Partie 1. Diagnostics	9
Conditions propices	9
Composantes du développement d’un MOML.....	16
Composante 1 : Marché monétaire.....	18
Composante 2 : Marché primaire	24
Composante 3 : Marché secondaire	33
Composante 4 : Base d’investisseurs	38
Composante 5 : Infrastructure du marché financier (IMF)	45
Composante 6 : Cadre juridique et réglementaire	52
Utilisation du cadre.....	57
Partie 2. Expériences des pays : défis courants et solutions possibles	63
Composante 1 : Marché monétaire.....	64
Composante 2 : Marché primaire	68
Composante 3 : Marché secondaire	75
Composante 4 : Base d’investisseurs	80
Composante 5 : Infrastructure du marché financier (IMF)	83
Composante 6 : Cadre juridique et réglementaire	87
Partie 3. Conception de plans de réforme du marché obligataire en monnaie locale	91
Les sept étapes de la conception d’un plan de réforme d’un MOML.....	91
Annexe 1. Études de cas	97
Annexe 2. Résultats de l’enquête	119
Annexe 3. Cas stylisés	129
Annexe 4. Marchés obligataires en monnaie locale et stabilité financière	137
Annexe 5. Les spécialistes en valeurs du Trésor	139

Bibliographie.....147

Encadrés

Encadré 1. Instruments des opérations de politique monétaire de la banque centrale..... 58
Encadré 2. Principales considérations fiscales concernant les pensions livrées.....60
Encadré 3. Dispositions fiscales portant sur l'offre et sur la demande.....61
Encadré 4. Aspects fiscaux à régler 89

Graphiques

Graphique 1. Conditions propices et composantes du MOML14
Graphique 2. Composantes et interconnexions des MOML.....64
Graphique 3. Conception des plans de réforme des MOML92

Résumé

La présente note d'orientation a été préparée par les services du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale dans le cadre d'un projet engagé avec l'appui de dons de l'Initiative pour la réforme et le renforcement du secteur financier (FIRST)¹. L'objectif de ce projet était de produire un rapport qui fournit des orientations et une feuille de route aux pays émergents et aux pays en développement afin de soutenir l'expansion de leurs marchés obligataires en monnaie locale (MOML). Cette note apportera aussi des informations aux missions d'assistance technique qui conseillent les autorités aux fins de l'élaboration de politiques visant à approfondir ces marchés.

Des marchés locaux de la dette souveraine profonds et efficaces contribuent à la résilience aux chocs en période de turbulences financières et apportent de nombreux autres avantages économiques. Les crises financières récentes, parmi lesquelles les troubles créés par la pandémie de coronavirus sur les marchés financiers, ont montré que des MOML efficaces peuvent accroître la résilience en atténuant le risque de change, souvent source de difficultés financières. En outre, le développement de ces marchés est la pierre angulaire d'une expansion plus générale des marchés de capitaux, qui contribue à une évaluation appropriée du risque, permet aux acteurs des marchés financiers de mieux gérer leur portefeuille et constitue un canal de transmission plus efficace de la politique monétaire. Ces facteurs stimulent à leur tour le potentiel de croissance à long terme d'une économie nationale.

Le développement des marchés locaux de la dette est un processus complexe qui demande des actions de politiques multiples et interdépendantes. Bien qu'il existe

¹L'Initiative pour la réforme et le renforcement du secteur financier (*Financial Sector Reform and Strengthening Initiative*, FIRST) est un mécanisme multidonateurs d'octroi de dons qui apporte une assistance technique à court et moyen terme afin de promouvoir des systèmes financiers plus sains, plus efficaces et plus inclusifs. Elle est actuellement soutenue par les donateurs suivants : le département britannique du Développement international (DFID), le ministère fédéral allemand de la Coopération économique et du Développement, le ministère des Finances du Luxembourg, le ministère des Affaires étrangères des Pays-Bas, le Secrétariat d'État à l'économie suisse et le Groupe de la Banque mondiale et le FMI.

des directives et des principes généraux aisément accessibles pour développer les MOML, les concrétiser en réformes précises est une tâche difficile, car elle exige des mesures de la part d'un large éventail de parties prenantes incluant notamment le gestionnaire de la dette, la banque centrale, les autorités de réglementation, les fournisseurs de systèmes de négociation, de paiement, de compensation et de règlement ainsi que d'autres autorités. Étant donné que les pays se situent à différents niveaux d'avancement sur ces dimensions, le développement de leur MOML dépendra de leur trajectoire et exigera une approche adaptée à leur situation individuelle.

Afin de donner des bases solides à cette approche, cette note d'orientation présente un cadre complet et systématique pour le développement des MOML. Elle comble un manque dans les études disponibles en allant au-delà de simples recommandations des meilleures pratiques pour reconnaître pleinement les obstacles qui entravent la mise en œuvre des réformes des MOML. Elle commence par une évaluation systématique des conditions préalables à la réussite et des étapes du développement du marché par le biais de six grandes composantes de développement du MOML : marché monétaire, marché primaire, marché secondaire, base d'investisseurs, infrastructure du marché financier et cadre juridique et réglementaire. En appliquant une série d'indicateurs spécifiques, la note d'orientation permet 1) de déterminer les lacunes présentes dans le MOML d'un pays, 2) d'évaluer le stade de développement d'un marché national et 3) de recenser les pays comparables dont l'expérience pourrait être utile.

La note d'orientation examine les problèmes et goulets d'étranglement couramment rencontrés dans l'évolution vers des MOML efficaces et profonds et explore en particulier, des solutions permettant de surmonter les difficultés rencontrées dans l'application des meilleures pratiques. L'expérience montre l'interdépendance des mesures de développement requises et la nécessité d'actions d'appui hors du champ étroit des intervenants du marché obligataire. Les défis analysés et les recommandations de politiques qui l'accompagnent puisent dans l'abondante assistance technique fournie par le FMI et la Banque mondiale dans ce domaine, l'expérience acquise par divers pays en matière de développement des MOML et les résultats d'une récente enquête réalisée auprès des autorités nationales.

L'objectif de la note d'orientation est d'offrir une ressource à un large éventail de parties prenantes intéressées par le développement des marchés d'obligations souveraines. Les autorités nationales et les prestataires d'assistance technique peuvent se servir du diagnostic sur le niveau de développement du MOML pour concevoir une séquence appropriée de mesures visant à améliorer le fonctionnement du marché local des obligations souveraines. Les autorités nationales et les équipes-pays du FMI et de la Banque mondiale peuvent se servir de la note d'orientation pour recenser les questions macroéconomiques et financières liées au développement des MOML et l'intégrer dans leurs analyses et leurs conseils. Le diagnostic des faiblesses des MOML peut aider à déceler les vulnérabilités financières et à trouver des solutions dans le cadre de la surveillance continue du secteur financier exercée par les autorités ainsi que dans le contexte des programmes d'évaluation du secteur financier et des revues de la stabilité du secteur financier.

Sigles et acronymes

ASEAN	Association des nations de l'Asie du Sud-Est
BMA	association thaïlandaise du marché obligataire
CCC	chambre de compensation centrale
DCT	dépositaire central de titres
DVP	livraison contre paiement
ETP	plateforme électronique de négociation
FMI	Fonds monétaire international
IMF	infrastructure du marché financier
G20	Groupe des Vingt
MOML	marché obligataire en monnaie locale
OGD	entité de gestion de la dette
OGP	opération de gestion du passif
OPC	organisme de placement collectif
PDMO	entité de gestion de la dette publique thaïlandaise
RBTR	règlement brut en temps réel
RSD	dinar serbe
SVT	spécialiste en valeurs du Trésor

Introduction

La part de la dette négociable en monnaie locale dans la dette publique totale a augmenté dans les pays émergents et pays en développement au cours des dix dernières années. Cette évolution résulte de l'amélioration des conditions macro-économiques et d'une perception accrue de l'importance du développement des marchés obligataires nationaux. Sur un échantillon sélectionné de 44 pays émergents, la dette publique négociable a plus que doublé depuis 2011, passant de 6 500 milliards de dollars à 13 500 milliards de dollars en 2019, avec une forte progression des émissions de dette en monnaie locale sur cette période de 5 900 milliards de dollars à 12 100 milliards de dollars¹. En outre, la part de la dette en monnaie locale dans la dette publique totale des pays émergents et pays en développement est passée de 18,9 % en 2011 à 46,6 % en 2019. Toutefois, en dépit du formidable essor observé ces dernières années, les marchés obligataires en monnaie locale (MOML) demeurent relativement sous-développés dans les pays émergents et pays en développement par rapport aux pays avancés, dans lesquels la part de la dette en monnaie locale dans la dette publique totale avoisine 95 %.

La croissance des MOML s'est accompagnée d'une amélioration des politiques en matière d'émission. Les pays émergents et pays en développement ont, au fil de la croissance de leurs portefeuilles de dette publique, adopté de nouvelles politiques et procédures d'émission, les institutions financières internationales et les acteurs mondiaux et régionaux ont renforcé leurs actions de conseil, tandis que le partage des connaissances sur les meilleures pratiques de gestion de la dette s'est amélioré au sein de la communauté internationale. D'autre part, des progrès ont été observés dans les pays en développement, les pratiques sur le marché primaire ayant gagné en transparence et un nombre croissant de pays ayant commencé à émettre des titres de référence.

¹FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* ; Bank of America, Emerging Market Local Markets Guide.

En dépit de ces avancées, le potentiel de développement des MOML demeure important². Bien que, depuis plusieurs années, de nombreux pays émergents et pays en développement aient régulièrement promu et adopté des politiques tendant à développer leurs marchés nationaux, plusieurs crises — telles que les dysfonctionnements macroéconomiques et du secteur bancaire dans certains pays — ont freiné les progrès des MOML. Dans d'autres cas, l'absence de conditions sous-jacentes favorables et de politiques appropriées liées au développement des MOML a fait obstacle à de nouvelles avancées. Il est donc important de comprendre les obstacles au développement des MOML afin de prendre des mesures appropriées, adaptées aux spécificités de chaque pays.

Le développement des MOML peut contribuer à la diversification des sources de financement de l'État, protéger les portefeuilles souverains des risques de change et de refinancement, et prévenir ou atténuer les crises financières dans les pays émergents (Rapport sur la stabilité financière dans le monde, septembre 2002, chapitre IV). Silva et Velandia-Rubiano (2010) constatent en particulier que certains pays émergents qui ont modifié la composition de leur portefeuille de dette publique pour accroître les émissions de titres en monnaie locale et ont amélioré leurs fondamentaux macroéconomiques ont été protégés des secousses de la crise financière mondiale. Dans le même esprit, Creehan (2015) défend l'idée que le développement des MOML peut protéger les pays émergents asiatiques de la volatilité des marchés financiers mondiaux et des sorties de capitaux qui l'accompagnent, ainsi que de la volatilité des taux de change, qui peut accroître le coût du service de la dette pour les emprunteurs internes en cas de dépréciation de la monnaie locale. Les difficultés de financement causées à de nombreux pays par la pandémie de coronavirus montrent elles aussi l'importance du développement des marchés obligataires nationaux pour renforcer la résilience de l'économie³.

Le Groupe des Vingt (G20) a également reconnu l'importance des MOML pour une meilleure résilience des économies nationales et des systèmes financiers. En novembre 2011, le G20 a validé un plan d'action pour soutenir leur développement. Dans le cadre de cet engagement, plusieurs institutions multilatérales ont établi un cadre de diagnostic pour déterminer les conditions générales propices, les éléments clés et les contraintes d'un développement réussi des MOML dans les pays émergents et pays en développement (FMI, Banque mondiale, Banque européenne pour la reconstruction et le développement et Organisation de coopération et de développement économiques, 2013). D'autre part, les institutions financières internationales ont apporté un appui aux marchés nationaux des capitaux en émettant des obligations en monnaie locale, en conseillant les gestionnaires de la dette et en établissant des facilités de garantie.

²Dans le cadre de cette note, le renforcement des MOML renvoie à l'objectif d'accroissement de la part des titres de dette publique négociables en monnaie locale dans le portefeuille de dette de l'administration centrale, dans le contexte d'un marché primaire transparent et d'une activité croissante du marché secondaire.

³L'annexe 4 analyse brièvement les implications d'un marché national plus développé pour la stabilité financière.

Les travaux présentés dans cette note d'orientation réunissent un large éventail de connaissances dans ce domaine et intéressent diverses parties prenantes. Ils systématisent l'état des connaissances sur les nombreuses questions liées au développement des MOML et proposent une approche globale pour les analyser. Ce document offre également un moyen de rassembler plus facilement les expériences pays et facilite ainsi la création d'un référentiel d'informations. Celui-ci serait une puissante ressource tant pour les autorités nationales désireuses de poursuivre le développement de leur marché obligataire local que pour les prestataires d'assistance technique dans ce domaine. Les donateurs d'assistance technique en bénéficieront également, car la note d'orientation peut faciliter la mise en œuvre des recommandations et le suivi des progrès réalisés. En outre, elle facilitera le travail de surveillance accompli par les équipes du FMI et de la Banque mondiale, qui pourront utiliser la note d'orientation comme ressource pour recenser les questions pertinentes à régler afin d'améliorer la solidité du secteur financier et la résilience économique.

Le note d'orientation est organisée comme suit : la section suivante donne un aperçu des études et des travaux pratiques effectués à ce jour dans le domaine du développement des MOML. Le cœur de la note d'orientation est divisé en deux parties : la première concerne le travail de diagnostic, constitué d'un cadre analytique pour évaluer le niveau de développement du marché. Elle examine les conditions nécessaires au développement d'un MOML et présente une série d'indicateurs permettant d'évaluer le niveau de développement en six composantes⁴. La deuxième partie présente les expériences des pays et analyse les défis et goulets d'étranglement que rencontrent couramment les pays émergents et pays en développement durant le processus de développement de leur marché. Des pistes sont également données pour surmonter ces défis, qui s'appuient sur des études de cas nationales lorsque c'est pertinent. La dernière partie propose une feuille de route pour la mise en œuvre de politiques de développement du MOML, compte tenu de l'évaluation de la première partie et des défis recensés dans la deuxième partie. Le rapport comporte en outre cinq annexes. L'annexe 1 décrit une sélection d'études de cas d'expériences réussies en matière de développement du marché ; l'annexe 2 présente les résultats d'une enquête envoyée aux autorités pays en 2019 afin de répertorier les nombreux défis qu'elles ont rencontrés dans le développement de leur marché obligataire national ; l'annexe 3 présente trois cas stylisés illustrant de possibles trajectoires de réforme pour différents niveaux de développement du MOML ; l'annexe 4 analyse brièvement les effets de marchés obligataires domestiques plus profonds sur la stabilité financière ; enfin, l'annexe 5 examine les caractéristiques et les conditions préalables d'un système de spécialistes en valeurs du Trésor.

⁴Les composantes sont le marché monétaire, le marché primaire, le marché secondaire, la base d'investisseurs, l'infrastructure du marché financier et le cadre juridique et réglementaire.

Panorama des travaux réalisés jusqu'ici sur le développement des MOML

Plusieurs études ont documenté les principaux déterminants du développement des MOML. Burger et Warnock (2006) constatent que des pays caractérisés par une inflation stable et une bonne protection des droits des créanciers sont dotés de MOML plus développés et sont moins dépendants des obligations libellées en devises. Les résultats des recherches d'Essers *et al.* (2016) montrent que la capitalisation des MOML dans une sélection de pays africains est négativement corrélée à l'équilibre budgétaire et à une inflation relativement forte, et positivement corrélée aux systèmes juridiques originaires de la *common law*, à la qualité du cadre institutionnel et à des systèmes politiques démocratiques forts. Dans une étude consacrée aux pays émergents asiatiques, Park (2017) présente des éléments attestant que de meilleures performances macroéconomiques et des institutions plus fortes contribuent au développement de MOML plus solides.

S'agissant des composantes du développement des MOML, Árvai et Heenan (2008) examinent le développement des marchés secondaires d'obligations souveraines et tirent les conclusions suivantes : 1) une volonté d'instaurer et de maintenir un environnement macroéconomique stable, en particulier une politique budgétaire prudente, devrait sous-tendre le développement du marché ; 2) une stratégie saine et transparente de gestion de la dette favorise l'activité du marché secondaire ; 3) une base d'investisseurs profonde et diversifiée est indispensable ; 4) des carences dans l'infrastructure de marché entraînent des coûts de transaction élevés, des lenteurs dans l'exécution des ordres et un risque opérationnel excessif, qui freinent l'activité de négociation ; 5) la croissance du marché secondaire est facilitée par une bonne mise en œuvre de la politique monétaire ; et 6) les réformes doivent s'enchaîner de manière à garantir un développement équilibré de toutes les structures étayant le marché secondaire.

Considérant les MOML comme faisant partie intégrante de la gestion du portefeuille de dette souveraine, Jonasson et Papaioannou (2018) affirment que le développement d'un MOML peut être envisagé en trois grandes étapes, chacune

avec des priorités propres. Au premier stade, la priorité est d'établir un marché primaire fonctionnel et d'instaurer des conditions favorables au développement du marché secondaire. Au stade d'approfondissement du marché, où les éléments de base du marché primaire et du marché secondaire sont en place et fonctionnels, la priorité doit être donnée à l'amélioration de la liquidité du marché secondaire. Enfin, au stade de maturité, où les composantes du marché fonctionnent généralement bien, la priorité des autorités doit être focalisée sur l'élaboration d'instruments et de segments sophistiqués comme les produits dérivés et la compétitivité du marché à l'international. Ces auteurs affirment en outre que le gestionnaire de la dette peut exercer une influence déterminante sur le développement du marché des titres souverains par le choix et la conception des instruments, les types d'émissions et ses canaux de communication.

Jonasson, Papaioannou et Williams (2019) analysent notamment les principaux obstacles au développement d'un MOML — instabilité macroéconomique ou politique, dispositions financières contraignantes, faible taux d'épargne national, manque d'investisseurs institutionnels, prolifération d'agences publiques émettant des titres, fragmentation du marché, politique d'émission imprévisible et absence d'infrastructure de marché requise — et proposent des mesures pour les surmonter. Les obstacles au développement d'un marché local dépendent du contexte national (à savoir le degré et le stade de développement). Chaque pays doit élaborer un plan de réforme adapté à sa situation propre, en s'efforçant de renforcer la crédibilité de l'État en tant qu'émetteur de titres et de décideur fiable, en maintenant la transparence pour les parties prenantes, en renforçant la liquidité du marché secondaire et en promouvant un marché monétaire fonctionnel, une base d'investisseurs diversifiée et une infrastructure réglementaire appropriée.

Depuis le début de la décennie 2000, le FMI et la Banque mondiale ont produit plusieurs rapports afin de favoriser le développement des MOML.

- Un manuel sur les questions de politiques publiques, les composantes et les considérations de mise en œuvre (Banque mondiale et FMI, 2001), qui prend en compte les expériences et les opinions des praticiens des secteurs public et privé dans les années 90.
- Un programme pilote conjoint pour concevoir des programmes de réforme et de renforcement des capacités adaptés dans douze pays (Banque mondiale, 2007). Les pays choisis, diversifiés en termes de situation géographique et économique, ont aidé à illustrer les défis, les obstacles et les progrès dans l'application des principes de développement des MOML¹. Ces travaux ont apporté des éclairages concrets sur les nombreux aspects des marchés de la dette,

¹Ces douze pays sont les suivants : Bulgarie, Colombie, Costa Rica, Croatie, Indonésie, Kenya, Liban, Nicaragua, Pakistan, Sri Lanka, Tunisie et Zambie.

notamment les six composantes essentielles déjà mentionnées, et sur leurs interactions complexes avec les politiques et les évolutions économiques.

- La boîte à outils pour la création d'un marché de titres souverains à l'intention des pays à faible revenu afin d'évaluer les performances du marché de la dette publique (Banque mondiale, 2014). Faisant appel à un système de notation composé de dix indicateurs clés du développement du marché des titres souverains, cette boîte à outils évalue le niveau de performance de la gestion de la dette publique.
- Un bilan des récentes initiatives politiques mondiales en matière de MOML, des efforts régionaux et nationaux de mise en œuvre ainsi que des tendances observées du point de vue de la taille des marchés d'obligations souveraines et d'entreprises en monnaie locale, de la base d'investisseurs, de la liquidité du marché secondaire et des principaux moteurs (FMI et Banque mondiale, 2018 ; FMI et Banque mondiale, 2020). En outre, les grands thèmes du développement de MOML sont présentés, et le rôle que les dirigeants et les banques multilatérales de développement pourraient jouer est analysé.

De nombreuses institutions financières régionales ont également produit des rapports sur les tendances des MOML et des directives pour leur développement. La Banque asiatique de développement a publié, en 2019, un rapport analysant les tendances au sein de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN)+3, qui présente les bonnes pratiques de développement des MOML, en puisant dans les expériences régionales et les leçons tirées du Bond Markets Forum de l'ASEAN+3. Le rapport reconnaît qu'eu égard aux spécificités de chaque marché, l'application d'une approche uniforme à tous les pays ne présente pas d'intérêt.

Bien que les travaux décrits soient considérables, il manquait encore une description plus fine des facteurs sous-jacents du développement du marché et des défis rencontrés par les pays. L'objet du cadre analytique présenté dans cette note d'orientation est de combler ce manque.

Partie 1. Diagnostics

Cette section présente un cadre exhaustif et systématique destiné à évaluer le stade de développement du marché intérieur de la dette d'un pays. Il examine les deux éléments suivants :

- Les conditions propices, afin de mettre en évidence l'importance du rôle du contexte général dans la mise en œuvre des mesures visant à développer le marché intérieur de la dette.
- Les six composantes, qui utilisent une série d'indicateurs pour mesurer le stade de développement du marché intérieur des titres souverains pour chacune d'entre elles. Il s'agit du marché monétaire, du marché primaire, du marché secondaire, de la base d'investisseurs, de l'infrastructure du marché financier ainsi que du cadre juridique et réglementaire.

Conditions propices

Il est fondamental que les conditions soient propices à la mise en œuvre efficace des réformes convenues du marché des obligations en monnaie locale (MOML). En outre, elles déterminent généralement le potentiel de développement du MOML d'un pays. Pour étayer davantage l'évaluation des composantes du développement d'un MOML, il convient d'examiner la nature des conditions propices dans le pays étudié. L'état des conditions propices peut aussi déterminer les mesures à prendre en priorité et le séquençage des réformes. Toutefois, même en cas de conditions propices moins favorables, le renforcement des fonctionnalités de base des composantes d'un MOML peut contribuer à un cycle vertueux. Ces réformes auront donc une incidence positive sur la discipline macroéconomique, ce qui peut concourir à améliorer davantage les conditions elles-mêmes. Dans les pays connaissant des contraintes structurelles, telles que la taille de l'économie ou du secteur financier, le développement du marché intérieur est de fait limité. L'obtention d'un financement stable et régulier à partir du marché intérieur

pourrait en revanche être un objectif essentiel. Les principales conditions propices au développement du marché intérieur des titres publics sont les suivantes :

Les conditions macroéconomiques générales

La solidité et la stabilité macroéconomiques constituent des conditions essentielles au développement des MOML. Un contexte macroéconomique stable cristallise la confiance des investisseurs, garantissant à ces derniers la préservation de la valeur de leurs titres de créance. Un historique de bons résultats macroéconomiques s'appuyant sur un cadre de politique macroéconomique crédible et un engagement global des autorités renforceront les attentes des investisseurs. Une gestion lacunaire de l'économie est souvent coûteuse, car les événements passés de nature très défavorables (crise de la dette souveraine, restructuration et/ou crises du secteur bancaire, par exemple) sont susceptibles d'entraîner des répercussions durables sur la confiance des investisseurs et freiner sensiblement la progression de la réforme du MOML.

Les besoins de financement de l'État

Les besoins de financement de l'État sont principalement à l'origine de l'émission de dette. Dans la plupart des pays, les besoins de financement de l'État déterminent le besoin d'emprunt, le MOML étant l'une des principales sources de ce financement. Toutefois, dans certains pays à faible revenu, qui ont accès à des dons ou à des emprunts concessionnels à long terme, l'émission d'une dette locale plus coûteuse pourrait ne pas être judicieuse, lorsque le risque de change ne constitue pas un motif de préoccupation. En outre, il existe quelques exemples de pays qui ont émis de la dette intérieure uniquement dans le but de développer leur marché national de titres d'État.

La structure de l'économie

La taille de l'économie et la base de l'épargne intérieure (notamment la présence d'institutions d'épargne contractuelle) auront une incidence sur la capacité d'absorption du marché obligataire. Dans les petits pays, il peut s'avérer difficile de développer un marché liquide. En outre, un faible taux d'épargne intérieur, même dans les pays plus développés, peut réduire la demande en faveur d'actifs financiers porteurs d'un intérêt, en particulier les titres d'État. De nombreux facteurs influent sur le niveau d'épargne d'un pays, notamment les fondamentaux macroéconomiques, la politique fiscale et les régimes de retraite. L'épargne intérieure peut également être affectée à de nombreux éléments en concurrence (les actifs d'infrastructure intérieurs, par exemple), et il convient de tenir compte du marché de ces autres actifs lors de l'évaluation de cet aspect de la structure de l'économie.

Il est possible que certains pays, du fait de leur petite taille, disposent d'une marge de développement plus limitée de leur marché intérieur. Toutefois, il est difficile de définir un seuil minimum de développement d'un MOML. Les émetteurs souverains de petite taille peuvent faire face à des difficultés en matière de consolidation des instruments et d'émission d'obligations de référence liquides. Ils peuvent également rencontrer des difficultés à mobiliser des volumes de fonds importants au moyen de la gestion de trésorerie et à constituer des virements de liquidité suffisamment élevés. Ils peuvent aussi présenter plus de vulnérabilité à des ratios de concentration élevés de titres de créance détenus par un petit nombre d'investisseurs. Les investisseurs locaux peuvent ne pas être disposés à détenir une grande quantité d'instruments uniques et, même ainsi, il est possible qu'ils ne souhaitent pas opérer sur le marché secondaire. Les possibilités d'attirer des investisseurs non résidents sont limitées, car ils opèrent en général sur les marchés mondiaux où des volumes importants de titres circulent. Les autorités de ces pays devraient donc soigneusement examiner leurs capacités et leurs besoins avant d'investir massivement dans des infrastructures coûteuses et de renforcer les capacités de développement du marché.

Il est plus aisé d'émettre des actifs libellés en monnaie locale dans un pays ayant un faible niveau de dollarisation ou d'euroisation¹. La demande d'actifs libellés en monnaie locale dans le système financier serait plus forte si les dépôts en devises (et les prêts) ne constituaient qu'une petite part de l'ensemble des dépôts (et des prêts) du système bancaire. Ceci est davantage renforcé en cas de stabilité du taux de change et d'inflation modérée, qui contribueraient à préserver la valeur de ces actifs.

La situation des finances publiques et de l'endettement

La solidité des finances publiques et un endettement raisonnable favorisent le développement des MOML, et en particulier le marché primaire. Un déficit budgétaire élevé peut placer la dette sur une trajectoire non viable, et les risques budgétaires liés aux passifs conditionnels peuvent aggraver les vulnérabilités en matière d'endettement. Les pays ayant des besoins de financement extérieur notables, un encours élevé de dette publique soumis à des risques de marché (risques de refixation des taux d'intérêt, de refinancement et de taux de change, par exemple) et une situation des finances publiques non viable sont susceptibles d'être plus fragiles. Le montant des besoins d'emprunt d'un État et le risque de surendettement influenceront sur le volume du financement intérieur net que cet État sera en mesure d'obtenir sur les marchés, la stabilité de ce financement et

¹On observe un phénomène de dollarisation/d'euroisation financière lorsque les résidents d'un pays ont la possibilité de conserver des dépôts en devises (dollars EU, euros) dans les banques et d'emprunter en devises à ces banques. La part des dépôts bancaires (prêts) en devises dans les dépôts (prêts) bancaires totaux constitue une mesure habituelle du degré de dollarisation/d'euroisation financière.

la détermination du prix des instruments. La facilité d'accès à des prêts concessionnels extérieurs et le recours à des emprunts intérieurs non négociables pourraient freiner le développement des MOML. L'érosion de la confiance des investisseurs à l'égard des pays ayant des antécédents de défauts de paiement sur leur dette souveraine, notamment la conversion ou l'allongement forcé de la dette intérieure au moyen de mesures de répression financière, pourrait entraîner des répercussions sensibles sur les perspectives de développement du MOML.

Une maîtrise budgétaire insuffisante peut amener les décideurs politiques à ne pas se conformer aux bonnes pratiques en matière d'emprunt fondées sur les marchés et nuire à la confiance des investisseurs. Ainsi, en cas de besoins de financement élevés ou de nécessité de contenir les coûts d'emprunt à court terme, les autorités peuvent choisir de contrôler les taux d'intérêt, d'accumuler des arriérés de paiement, d'emprunter directement auprès de la banque centrale ou de recourir à des méthodes de placement en dehors des marchés. Ces méthodes de placement non concurrentielles peuvent engendrer des économies à court terme aux dépens du développement du marché à long terme. De même, afin de réaliser des économies budgétaires à court terme, les autorités peuvent être tentées d'emprunter principalement à courte échéance, ce qui freine le développement des marchés et accentue les risques de refinancement. Le respect des bonnes pratiques en matière de marché est important, car il engendre une boucle de rétroaction. L'adoption de pratiques saines sur le marché primaire orientées vers des emprunts fondés sur le marché peut favoriser la discipline budgétaire des autorités, contribuant ainsi à maintenir les coûts d'emprunt à des niveaux tolérables.

Les conditions monétaires et de change

La stabilité de l'inflation, des taux d'intérêt et des taux de change réduit l'incertitude pour les investisseurs et favorise la demande de titres d'État négociables. Une instabilité excessive des taux d'intérêt et des tensions inflationnistes (qui peuvent également être imputables au manque de crédibilité de la politique monétaire) peuvent provoquer une hausse des rendements, car les investisseurs exigent une prime de risque du fait de l'absence de prévisibilité. Ces derniers considèrent le niveau trop élevé et instable des taux d'intérêt nominal et réel comme non viable, ce qui est susceptible d'entraîner des incertitudes sur la viabilité de la dette, d'éventuelles modifications du régime de change ou l'établissement de nouveaux dispositifs fiscaux ou de contrôle. Cette incertitude réduit l'incitation à investir sur les marchés financiers locaux et dans les actifs à long terme, car elle nuit à la rentabilité attendue. Des conditions monétaires stables permettent donc à un État d'émettre des titres d'emprunt à long terme moins onéreux et d'allonger l'échéance du portefeuille de la dette. Une forte volatilité du taux de change, qui s'accompagne d'un taux de transmission élevé, est le principal facteur dissuasif influant sur la confiance des investisseurs, tant nationaux qu'étrangers².

²Pour les investisseurs étrangers, la faible convertibilité constitue également un élément dissuasif supplémentaire.

Le contrôle du taux d'intérêt et les autres signes de répression financière sont souvent considérés comme des indicateurs de conditions monétaires et budgétaires sous-jacentes médiocres. En cas d'espace budgétaire limité et de coûts de financement élevés, l'État peut être tenté de recourir à ces pratiques. Toutefois, bien qu'elles puissent éventuellement engendrer des économies à court terme, elles sont préjudiciables à la discipline budgétaire de l'État, ce qui relève les anticipations d'inflation et renchérit les coûts de financement à long terme. En outre, elles sont susceptibles de fausser les taux d'intérêt de marché. Le développement d'un cadre de politique monétaire fondé sur le marché (que l'on évoque à la section sur le marché monétaire) et l'adoption de politiques saines sur le marché primaire pourraient contribuer à l'abandon de ce type de pratiques.

La solidité du secteur financier

Le secteur financier d'un pays doit être liquide et bien capitalisé, car il joue un rôle important en tant qu'investisseur et intermédiaire sur le marché de la dette de l'État. Le secteur bancaire représente une partie notable de la base d'investisseurs dans de nombreux pays, et il joue en général un rôle d'intermédiaire essentiel sur les MOML. L'évaluation de la solidité du secteur financier porte généralement sur l'adéquation des fonds propres, la qualité des actifs, les résultats financiers et la liquidité. En cas de risques d'instabilité du secteur financier, le secteur bancaire rencontrerait des difficultés à jouer son rôle de façon efficace.

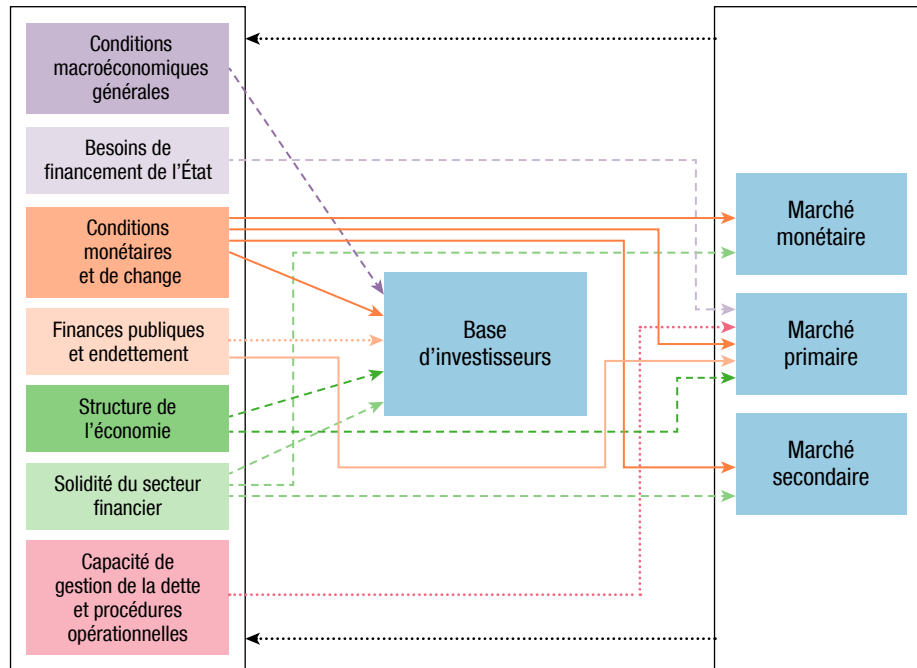
Capacité de gestion de la dette et procédures opérationnelles

Des dispositifs institutionnels efficaces de gestion de la dette publique constituent une condition préalable essentielle au développement des MOML. Il convient de définir explicitement dans la législation les responsabilités en matière de gestion de la dette. En outre, les procédures opérationnelles doivent figurer, le cas échéant, dans un protocole d'accord entre les institutions concernées. Afin de mettre en œuvre une approche de la gestion de la dette fondée sur le marché, l'entité de gestion de la dette doit disposer d'un personnel compétent, d'une structure organisationnelle adaptée et des ressources nécessaires pour mener à bien sa mission.

Bien que l'autorité de gestion de la dette ne soit pas la seule institution en mesure d'appliquer les réformes du MOML, elle est la mieux placée pour y parvenir³. L'entité chargée de la gestion de la dette dispose généralement du mandat et des incitations nécessaires pour piloter le processus de développement des MOML. Il convient d'établir une stratégie de gestion de la dette à moyen terme, un plan d'emprunt annuel, un calendrier des adjudications et des procédures de communication des données sur la dette (qui exigent des capacités de comptabilisation de la dette publique suffisamment solides ; FMI et Banque mondiale,

³Même si, dans certains pays, la banque centrale peut disposer de capacités plus importantes et de contacts plus étroits avec les participants au marché.

Graphique 1. Conditions propices et composantes du MOML



Source : services du FMI.

Note : MOML = marché obligataire en monnaie locale.

2019). S'agissant des pays ayant un encours élevé de dette non négociable, il faut que leur stratégie d'endettement s'attache à se réorienter vers des instruments négociables à moyen terme.

L'état général des conditions propices influera sur le rythme de développement des MOML (graphique 1). Elles ont une incidence sur les trois marchés (monétaire, primaire et secondaire) et la base d'investisseurs, mais elles n'influencent généralement pas sur l'infrastructure du marché financier et le contexte juridique et réglementaire. En général, les boucles de rétroaction liées aux composantes favoriseront aussi l'amélioration des conditions propices, pérennisant ainsi un cycle vertueux (un marché primaire solide peut concourir à encourager la discipline budgétaire et engendrer ainsi une plus grande viabilité des situations des finances publiques et de l'endettement, par exemple).

Cadre d'évaluation des conditions propices au développement du MOML

1) Conditions macroéconomiques générales

Objectif :

Évaluer si les antécédents en matière de résultats macroéconomiques suscitent la confiance des investisseurs dans le pays.

Questions clés :

- 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

Objectif :

Évaluer si les besoins de financement de l'État favorisent le développement du MOML.

Questions clés :

- 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

Objectif :

Évaluer si la structure du secteur financier favorise le développement du MOML.

Questions clés :

- 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

Objectif :

Évaluer si la situation des finances publiques est viable et propice au développement du MOML.

Questions clés :

- (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

Objectif :

Évaluer si les conditions monétaires sont propices au développement du MOML.

Questions clés :

- 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

Objectif :

Évaluer si les conditions du secteur financier sont propices au développement du MOML.

Question clé :

Le secteur bancaire est-il solide et stable, avec une solvabilité et une liquidité adéquates ? (oui/non)

7) Capacité de gestion de la dette et procédures opérationnelles

Objectif :

Évaluer si les conditions propices à une gestion efficace de la dette publique sont en place.

Questions clés :

- 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)

Composantes du développement d'un MOML

Aperçu général

Une fois effectué l'examen des conditions propices, il est possible d'utiliser le cadre MOML pour évaluer à quel stade de développement du marché se trouve chaque pays et pour faciliter le recensement des principaux domaines où des mesures ou des réformes sont nécessaires. Le cadre MOML peut également permettre aux pays de suivre et d'évaluer systématiquement la progression du développement de leur MOML.

Six composantes sont utilisées pour analyser le développement des MOML, en fonction de leur profondeur, de leur liquidité, de leur diversité et de leur résilience. Il s'agit 1) du marché monétaire, 2) du marché primaire, 3) du marché secondaire, 4) de la base d'investisseurs, 5) de l'infrastructure du marché financier (IMF) et 6) du cadre juridique et réglementaire. Elles sont conçues de façon intuitive, afin de mettre l'accent sur les réformes essentielles au fonctionnement efficient des MOML.

Le cadre utilise un éventail d'indicateurs qui représentent les principales fonctionnalités de chaque composante. Pour tous les pays, chaque indicateur est évalué du premier au quatrième stade, synthétisant ainsi le degré de fonctionnement ou le stade de développement de chacune des composantes. Les indicateurs sont organisés de façon séquentielle, en commençant par des mesures de base, suivies d'actions visant à améliorer le MOML au fil du temps. Il est également possible de calculer un stade composite à l'échelle des composantes, qui peut contribuer à mettre en lumière le séquençage adapté des mesures dans les six composantes. L'objectif de l'évaluation comparative à l'échelle des indicateurs et des composantes est de permettre aux pays de recenser les pays pairs ayant surmonté des difficultés analogues et de tirer ainsi des enseignements en vue de formuler un plan de réforme du MOML.

Détermination du stade de développement à l'échelle des indicateurs

Il existe deux catégories d'indicateurs : les indicateurs de performance, qui indiquent l'état actuel du marché en fonction des composantes, et les indicateurs des politiques publiques, qui analysent la politique mise en œuvre et les pratiques réglementaires connexes appliquées par les autorités (en droit et en fait). Pour la plupart des indicateurs, plusieurs questions fermées (oui/non) sont utilisées pour évaluer le degré de mise en œuvre de politiques et de pratiques solides. On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) pour chaque question, et la somme des notes détermine le stade de l'indicateur. Pour plusieurs

indicateurs (la plupart de ceux qui portent sur le marché primaire), une question spécifique est posée, et la réponse détermine le stade de l'indicateur⁴.

Détermination du stade composite à l'échelle des composantes

Quatre composantes (le marché monétaire, le marché primaire, le marché secondaire et la base d'investisseurs) disposent d'indicateurs de performance et de politique publique. Il est possible de calculer un stade composite en appliquant une pondération égale à chacune des moyennes simples des stades attribués aux indicateurs de résultat et aux indicateurs des politiques publiques.

Deux composantes (infrastructure du marché et cadre juridique et réglementaire) ne disposent que d'indicateurs des politiques publiques. Il est possible de calculer un stade composite avec une moyenne simple des stades attribués aux indicateurs des politiques publiques.

Les quatre stades du développement des MOML

Quatre seuils sont proposés pour représenter les stades de développement des MOML :

- Premier stade ou stade précoce, lorsque l'indicateur pertinent n'est pas encore fonctionnel.
- Deuxième stade, ou stade de développement, lorsque l'indicateur pertinent commence à être fonctionnel, mais des lacunes majeures demeurent.
- Troisième stade, ou stade émergent, lorsque les éléments de la fonctionnalité de base de l'indicateur sont établis.
- Quatrième stade, ou stade de maturité, lorsque l'indicateur présente un degré notable de fonctionnalité. Ce stade correspond généralement aux niveaux et aux fonctionnalités des MOML des pays avancés⁵.

⁴S'agissant de certains indicateurs figurant dans les différentes composantes et la section des conditions propices, il est possible que des questions exigent que l'évaluateur fasse preuve d'un certain discernement. En outre, l'évaluation peut nécessiter un certain degré de subjectivité (en particulier dans le cas des auto-évaluations). Afin de réduire le risque de jugement erroné et favoriser une comparaison objective et cohérente des pays, la définition des seuils se fera en fonction des quelques premiers cas pilotes pour lesquels des évaluations auront été réalisées par les équipes du FMI et de la Banque mondiale.

⁵S'agissant de la composante « base d'investisseurs », le quatrième stade représente l'état des fonctionnalités observé dans les pays émergents qui sont les plus avancés dans le développement de leur marché.

Composante 1 : Marché monétaire

Un marché monétaire efficient facilite la mise en œuvre de la politique monétaire, améliore sa transmission et crée les conditions d'un allongement de l'échéance des financements de l'État⁶. Les marchés monétaires sont essentiels au financement à court terme et à la gestion des stocks des teneurs de marché de titres d'État, ainsi qu'aux opérations de gestion de la liquidité des banques commerciales. En outre, ils contribuent à enrichir la gamme de produits proposés, tels que les instruments à taux variable et les instruments de couverture, comme les produits dérivés. Ces derniers (les swaps de taux d'intérêt, par exemple) peuvent constituer un élément supplémentaire favorisant le développement des marchés de capitaux.

Indicateur de performance

Un marché des titres à court terme et un marché des pensions livrées fonctionnels

Une courbe des rendements à court terme fiable et un marché des pensions livrées actif créent les conditions d'une émission de titres à long terme et du développement d'un marché secondaire⁷. La fiabilité de la courbe des rendements repose sur un marché monétaire profond et liquide, qui sert de fondement à de nombreux domaines centraux du marché des titres d'État⁸. Le marché des bons du Trésor constitue souvent le segment le plus liquide et le plus important d'un marché monétaire. Les bons du Trésor sont des titres émis par l'État, habituellement à échéance de moins d'un an et à intérêts précomptés. Ils sont en général considérés comme les titres d'État les plus sûrs, du fait de leur échéance courte. En outre, les banques centrales interviennent parfois sur le marché des bons du Trésor pour réaliser des opérations de politique monétaire. Dans ce cas, il faut que les participants au marché financier comprennent les raisons de l'émission de bons du Trésor, l'absence de transparence et des signaux confus ou ambigus étant susceptibles d'engendrer des distorsions sur le marché.

Les marchés des pensions livrées ont différentes fonctions au sein du MOML. L'usage des opérations de pension livrée dans les opérations de marché de la

⁶Dans le cadre de cette évaluation, les segments du marché monétaire portent sur les instruments à court terme, à l'exception des produits dérivés libellés en devises et les produits dérivés de taux d'intérêt, qui sont examinés respectivement dans la section sur la base d'investisseurs et celle sur le marché secondaire.

⁷Une pension livrée (ou accord de vente et de rachat) est un accord en vertu duquel des titres cédés sont rachetés ultérieurement. Une prise en pension est un accord en vertu duquel des titres achetés sont rétrocédés ultérieurement. Ces opérations ont normalement lieu entre intermédiaires financiers. Un accord de pension livrée peut être considéré comme un prêt ou un investissement garanti. Un accord de pension livrée réduisant sensiblement les risques de crédit de contrepartie, son utilisation s'est largement répandue après la crise financière mondiale de 2008.

⁸Un marché monétaire liquide se caractérise par un segment de prêts garantis et en blanc (non gagés), où la transparence des prix et le montant des opérations sont suffisamment importants pour encourager les activités d'investissement, de négoce et de gestion du risque des acteurs du marché.

banque centrale constitue un bon point de départ pour amorcer le processus de développement du marché⁹. La liquidité du marché des intermédiaires financiers favoriserait fortement les activités de teneur de marché des intermédiaires financiers, en particulier la gestion des stocks de titres¹⁰. Les marchés des pensions livrées pourraient également renforcer la capacité des banques et des autres investisseurs institutionnels à ajuster leurs liquidités et à investir dans les titres d'État à plus long terme, et soutenir les activités des intermédiaires financiers sur le marché primaire. Au fur et à mesure du développement des marchés des pensions livrées, les opérations interbancaires et entre les intermédiaires financiers auront tendance à augmenter et le recours à des opérations de la banque centrale à se réduire. Le montant de la décote appliquée aux titres d'État¹¹, notamment à ceux peu liquides, ne doit pas être élevé et ne doit pas s'écarter sensiblement de celle appliquée aux titres de la banque centrale (le cas échéant), car l'activité des pensions livrées pourrait en souffrir. L'utilisation active des pensions livrées par les acteurs du marché est le signe d'un stade avancé de développement du marché monétaire.

Indicateurs des politiques publiques

Un cadre opérationnel de politique monétaire propice au développement du MOML

Le cadre opérationnel de politique monétaire a une incidence notable sur le développement du marché monétaire. Il est représentatif du stade de développement des marchés monétaires et détermine la participation de la banque centrale à ces marchés. Plus les taux d'intérêt servent de cibles opérationnelles pour orienter la politique monétaire, plus les marchés monétaires tendent à être actifs et plus les banques centrales ont tendance à développer ce segment du marché¹². Le passage à un cadre fondé sur le marché engendre des coûts sous forme de hausse des dépenses d'intérêts, d'où le risque d'un passage en territoire négatif des fonds propres de la banque

⁹Les banques centrales recourent à des opérations garanties pour la fourniture et l'absorption de liquidité à court terme. Les garanties, dont elles se servent, sont généralement soit des devises dans le cadre d'opérations de swaps de change, soit des titres d'État/de banque centrale en cas d'opérations de pension livrée, ou les deux.

¹⁰Les teneurs de marché doivent détenir un stock d'actifs liquides d'un certain montant (un stock de titres d'État cédé par des investisseurs, par exemple) pour leurs activités. En opérant sur le marché des pensions livrées, ils peuvent emprunter des fonds en vue de constituer des stocks de titres, tout en cédant des titres empruntés qu'ils ne détiennent pas. En général, les pensions livrées sont une source de financement plus stable et moins onéreuse que les emprunts en blanc, car elles sont flexibles et réduisent les risques de crédit de contrepartie.

¹¹La décote, ou la marge appliquée aux opérations de pension livrée, prend en compte le risque que la garantie ne réalise pas la valeur totale de l'opération. En outre, elle dépend de l'échéance, de la qualité, de la rareté et de la volatilité des prix de la garantie sous-jacente, de l'échéance de la pension livrée ainsi que de la solvabilité du client.

¹²Dans un cadre de ciblage de l'inflation (CI), les taux d'intérêt servent de cible opérationnelle, alors que, dans un cadre opérationnel de ciblage des taux de change, ce sont les taux de change et les taux d'intérêt qui servent généralement de cible opérationnelle. Un cadre de ciblage monétaire a pour cible opérationnelle la monnaie de réserve et, du moins en théorie, il ne nécessite pas de marchés monétaires actifs pour les opérations de politique monétaire. Les pays qui passent d'un cadre de ciblage monétaire à un cadre de ciblage de l'inflation sont en général tenus de développer rapidement les marchés monétaires pour rendre possibles les opérations fondées sur le marché.

centrale. Les autorités doivent donc tenir compte de ces coûts connexes et prendre les mesures nécessaires pour y remédier¹³. Un cadre opérationnel fondé sur le marché nécessite une gestion de la liquidité de l'ensemble du secteur bancaire. Un excédent de liquidité dans le système bancaire, géré de façon inappropriée par la banque centrale¹⁴, pourrait réduire le besoin des banques de gérer activement leur liquidité et nuire ainsi aux activités de négoce sur le marché monétaire.

Opérations de politique monétaire propices au développement du MOML

Les opérations d'open-market font partie intégrante du fonctionnement des marchés monétaires. Les instruments de politique monétaire directs (en particulier le contrôle des taux d'intérêt) sont préjudiciables au développement du marché. Un montant élevé de réserves obligatoires, qui va généralement de pair avec un cadre de ciblage monétaire, est susceptible de fausser la fonction de détermination des prix assurée par les marchés monétaires, en exerçant des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt de marché¹⁵. Dans les systèmes bancaires caractérisés par un montant élevé de réserves excédentaires, l'absence de rémunération aux taux de marché peut également nuire à la détermination des prix. En général, l'usage de titres négociables pour les opérations d'absorption de la liquidité est plus propice au développement des marchés que celui de dépôts à terme non négociables (voir encadré 1). La tenue d'adjudications à des prix concurrentiels indique que les titres sont émis aux taux de marché (et donc plus susceptibles d'être négociés sur le marché secondaire).

Transparence des informations sur le marché

Il est possible d'évaluer la transparence en publiant les taux de référence à court terme, autres que le taux d'intérêt directeur. Les taux de référence à court terme servant de base à la formation des prix d'un large éventail de produits sur les marchés de capitaux, il convient de s'assurer de leur fiabilité. En général, les taux de référence fondés sur les transactions sont plus fiables que ceux fondés sur des cotations, en particulier si ces dernières sont fournies à titre indicatif¹⁶. Des informations sur la formation des prix sur les marchés sont nécessaires pour construire une courbe des rendements à court terme fiable, et celles sur les volumes d'échanges sont utiles pour renforcer la transparence et favoriser

¹³En cas de passage d'un cadre de ciblage monétaire à un cadre de ciblage de l'inflation, les banques centrales doivent ajuster la composition de leurs engagements et payer les taux d'intérêt du marché, au lieu de détenir des réserves obligatoires élevées non rémunérées. Les banques centrales présentant des bilans de taille élevée sont susceptibles d'accumuler des pertes, car les recettes tirées des actifs (taux d'intérêt extérieurs, par exemple) sont généralement plus faibles que les dépenses au titre des passifs (taux d'intérêt intérieurs, par exemple).

¹⁴On considère que la gestion de l'excédent de liquidité est appropriée lorsque les réserves excédentaires sont rémunérées au taux de marché.

¹⁵Les montants élevés de réserves obligatoires tendent à réduire le besoin des banques d'ajuster leurs positions de liquidité sur les marchés monétaires. La majorité des pays ne paient pas d'intérêts sur les réserves obligatoires.

¹⁶Les taux de référence à très courte échéance (en général de moins de deux semaines, mais sur certains marchés d'une seule journée) tendent à être plus fiables, car ils reposent sur une plus grande liquidité de marché.

l'élargissement de la base d'investisseurs. Elles peuvent comprendre des informations pré-négociation ainsi que des cotations de marché des bons du Trésor et des pensions livrées. La ponctualité est essentielle. En cas de retard dans la publication des prix de marché, ils ont une moindre utilité. Idéalement, il conviendrait de publier quotidiennement les prix fixés sur le marché (c'est-à-dire au cours d'une journée ouvrable), alors que les volumes échangés devraient l'être au moins une fois par mois. En général, les associations des marchés ou les établissements bancaires locaux, ou dans certains cas la banque centrale, sont les mieux placés pour publier ces taux de référence. Il faudrait mettre en œuvre des mesures appropriées en vue de garantir la fiabilité des taux d'intérêt de référence.

Cadre juridique des opérations de pension livrée

Les conventions-cadres écrites, et leur applicabilité, sont indispensables au développement des marchés des pensions livrées. Les conventions-cadres, telles que la Convention-cadre internationale relative aux pensions livrées ou la Convention-cadre relative aux pensions livrées, ont été conçues pour donner un fondement juridique solide aux documents contractuels concernant les opérations de pension livrée¹⁷. Afin d'assurer leur pleine application, ces conventions-cadres exigent, dans de nombreux pays, une législation adaptée, en particulier pour reconnaître le droit de propriété sur la garantie et le droit de la partie non défaillante d'exiger une compensation avec déchéance du terme en cas de défaillance pour cause d'insolvabilité¹⁸. Ce type de législation permet d'éviter les cas où une juridiction refuse de reconnaître le transfert du titre de propriété sur la garantie et requalifie une pension livrée en prêt garanti (le risque étant qu'en cas de défaillance, le détenteur de la garantie n'ait pas plus de droits que les autres créanciers) ou invalide la compensation¹⁹.

Il est important d'établir une fiscalité n'engendrant pas de distorsions. Un régime fiscal des opérations de pension livrée peut éventuellement entraîner des distorsions si sa structure repose sur la structure juridique de la pension livrée (cession et rachat), plutôt que sur sa substance économique (prêt garanti). Il est souhaitable de traiter les revenus et les coûts des opérations de pension livrée respectivement en tant que recettes et dépenses d'intérêts, plutôt que de plus-values ou de moins-values, et de veiller à ce que le montant d'une opération ne soit pas assujéti à une retenue à la source. En outre, la taxation des opérations de pension livrée nuit au développement de leurs marchés. L'encadré 2 résume les principales considérations fiscales relatives aux opérations de pension livrée.

¹⁷Sur le plan juridique, une opération de pension livrée est structurée comme une cession et un rachat de titres, bien qu'il s'agisse, du point de vue économique, d'un prêt garanti, d'où le risque de contentieux complexes. La Convention-cadre internationale relative aux pensions livrées et la Convention-cadre relative aux pensions livrées sont régies respectivement par le droit anglais et la loi de New York.

¹⁸Elles améliorent également l'efficacité opérationnelle des négociations commerciales, des marges de provisions, ainsi que de la gestion des paiements ultérieurs à l'opération et de la garantie.

¹⁹Les investisseurs qui opèrent dans des pays sans cadre juridique solide régissant les opérations de pension livrée recourent aux cessions/aux rachats pour obtenir des fonctionnalités analogues à celles des pensions livrées. Ces opérations sont moins efficaces, plus onéreuses et n'ont pas les mêmes résultats juridiques et financiers.

Cadre du marché monétaire

Résultat			
1) Un marché des titres à court terme et un marché des pensions livrées fonctionnels			
Objectif : Évaluer si le marché des titres à échéance courte et le marché de pensions livrées favorisent le développement du marché des obligations souveraines.			
Questions clés :			
1) La courbe des rendements à court terme à échéance maximum d'un an (comprenant les bons du Trésor) a-t-elle été établie ? (oui/non)			
2) Les bons du Trésor, les titres émis par la banque centrale, ou les deux à la fois, sont-ils activement négociés sur le marché secondaire ? (oui/non)			
3) Les pensions livrées/les prises en pension sont-elles activement utilisées par la banque centrale dans ses opérations de marché ? (oui/non)			
4) Les pensions livrées/les prises en pension sont-elles activement utilisées pour les placements de trésorerie, le financement ou la gestion de la liquidité ? (oui/non)			
5) Les pensions livrées/les prises en pension et/ou les facilités de prêt de titres sont-elles activement utilisées par les intermédiaires financiers pour les activités de teneur de marché ? (oui/non)			
6) Le montant des décotes (déterminé par la banque centrale ou un autre régulateur) des opérations de pension livrée est-il propice à l'utilisation de ces opérations ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux six questions. La somme des six notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4-5	6
Politiques/pratiques			
2) Cadre opérationnel de la politique monétaire			
Objectif : Évaluer si le cadre opérationnel de la politique monétaire est propice au développement des marchés monétaires.			
Questions clés :			
1) Le cadre de politique monétaire exige-t-il que les taux d'intérêt servent systématiquement de cible opérationnelle ? (oui/non)			
2) Les autorités sont-elles prêtes à accepter les coûts des opérations fondées sur le marché ? (oui/non)			
3) Existe-t-il un cadre opérationnel et des capacités de gestion de la liquidité bancaire ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux trois questions. La somme des trois notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0	1	2	3
3) Opérations de politique monétaire			
Objectif : Évaluer si les opérations de politique monétaire sont propices au développement des marchés monétaires.			
Questions clés :			
1) Les opérations de politique monétaire excluent-elles l'utilisation du contrôle des taux d'intérêt ? (oui/non)			
2) Les réserves excédentaires sont-elles rémunérées à des taux inférieurs aux taux de marché, mais proches de ces taux, afin de ne pas décourager les acteurs du marché d'y participer ? (oui/non)			
3) Un corridor de taux d'intérêt pour les taux au jour le jour (c'est-à-dire la différence entre les taux auxquels les banques peuvent effectuer des dépôts ou des emprunts auprès de la banque centrale) est-il fixé dans une fourchette qui ne dissuade par les échanges interbancaires ? (oui/non)			
4) Des titres négociables (c'est-à-dire des titres émis par la banque centrale, des titres d'État ou des prises en pension) sont-ils utilisés pour les opérations d'absorption de la liquidité sans notablement recourir à des instruments non négociables (facilité permanente ou dépôts à terme) ? (oui/non)			
5) Des adjudications à prix concurrentiel sont-elles utilisées par la banque centrale dans ses opérations d'open-market ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux cinq questions. La somme des cinq notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4	5

(à suivre)

Cadre du marché monétaire (*fin*)

4) Transparence			
Objectif : Évaluer la transparence du marché monétaire.			
Questions clés :			
1) Les participants au marché des bons du Trésor ou au marché des titres de la banque centrale, ou aux deux, ont-ils systématiquement accès aux informations sur les cotations pré-négociation ? (oui/non)			
2) Les participants au marché des pensions livrées ont-ils systématiquement accès aux informations sur les cotations pré-négociation ? (oui/non)			
3) Les principaux taux d'intérêt de référence à court terme sont-ils quotidiennement publiés ? (oui/non)			
4) Des mesures appropriées sont-elles mises en œuvre pour garantir la fiabilité des taux d'intérêt de référence (c'est-à-dire fondés soit sur les prix des opérations, soit sur les cotations garanties) ? (oui/non)			
5) Des informations sur les prix de marché (quotidiennes, au cours du jour ouvrable) et sur le volume des échanges (mensuelles ou plus fréquentes) des bons du Trésor et/ou des titres de la banque centrale sont-elles publiées ? (oui/non)			
6) Des informations sur les opérations (le volume des échanges, par exemple) sur les marchés des pensions livrées sont-elles publiées (mensuellement ou plus fréquemment) ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux six questions. La somme des six notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4-5	6
5) Cadre juridique des opérations de pension livrée			
Objectif : Évaluer la solidité juridique des opérations de pension livrée.			
Questions clés :			
1) Des conventions-cadres écrites et normalisées relatives aux opérations de pension livrée ont-elles été adoptées et sont-elles très fréquemment utilisées ? (oui/non)			
2) Le cadre juridique (éventuellement entériné par des juristes) favorise-t-il la solidité juridique de ces opérations en permettant le transfert intégral des titres en garantie et la compensation avec déchéance du terme en cas de défaillance d'une contrepartie pour cause d'insolvabilité ? (oui/non)			
3) L'autorisation contractuelle de substitution et de réutilisation d'une garantie est-elle conforme au cadre juridique général ? (oui/non)			
4) Le régime fiscal est-il propice au développement du marché des pensions livrées ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux quatre questions. La somme des quatre notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2	3	4

Il faut que le cadre juridique offre une flexibilité opérationnelle appropriée en matière de gestion du portefeuille de pensions livrées. Il est judicieux que le cadre juridique prévoie différents types d'opérations de pension livrée prévoyant le droit de substitution, en vertu duquel les cédants du titre peuvent ou non avoir le droit de recouvrer le titre et de le substituer à un autre d'une qualité et d'une valeur égales pendant toute la durée de l'opération de pension livrée. De même, il devrait autoriser le double nantissement d'une garantie, qui permet aux acheteurs de réutiliser les titres reçus en tant que garantie dans des opérations distinctes. Si le cadre juridique sous-jacent des opérations de pension livrée n'offre pas cette flexibilité (garantie bloquée au profit de l'acheteur des titres, par exemple), les éventuels avantages des pensions livrées peuvent être sensiblement réduits²⁰.

²⁰Il est particulièrement important aux yeux d'un investisseur étranger d'avoir un avis juridique extérieur sur l'applicabilité d'une opération juridique.

Composante 2 : Marché primaire

Le marché primaire des obligations souveraines constitue le fondement du MOML. Il apporte un financement intérieur à l'État. À travers lui, le gestionnaire de la dette met en œuvre la stratégie de gestion de la dette et établit la relation avec les participants au marché. Compte tenu de la capacité du gestionnaire à agir directement sur plusieurs variables, telles que la définition de l'instrument de dette, le calendrier des adjudications et les procédures d'émission, le marché primaire constitue le canal disponible le plus direct dont il dispose pour influencer positivement sur le marché. Le marché primaire offre aussi des occasions régulières de communication dans les deux sens entre l'émetteur et les participants au marché. La politique relative au marché primaire joue donc un rôle fondamental pour favoriser le développement du marché intérieur.

Indicateurs de performance

Dettes intérieure négociable en pourcentage de la dette totale de l'administration centrale

La part de la dette intérieure négociable dans la dette totale de l'administration centrale sert de variable indicative du degré de recours aux emprunts sur le marché intérieur²¹. Une part élevée de la dette intérieure négociable libellée en monnaie locale dans la dette totale indique que le marché primaire se situe à un stade de développement avancé. Cela se traduit par une part relativement moindre de la dette extérieure dans la dette nationale totale. Bien que certains pays émettent des titres d'emprunt en devises sur le marché national, leur incapacité à émettre un montant approprié de dette en monnaie locale peut être le signe d'un sous-développement du MOML.

Stabilité du financement sur le marché intérieur

On définit la stabilité du financement sur le marché intérieur comme une demande globale stable de titres souverains, appréhendée souvent par le taux de soumissions satisfaites. La persistance d'une sursouscription témoigne d'une demande solide et va souvent de pair avec des stades avancés de développement du marché primaire. Toutefois, dans certains pays émergents et pays en développement, les obligations des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) en matière de participation minimale aux adjudications et la présence de grands investisseurs « captifs » peuvent engendrer des taux de soumissions satisfaites constamment élevés et occulter la véritable demande sous-jacente.

²¹Dans le cadre de cette note d'orientation, on définit la dette intérieure comme celle émise en monnaie locale sur le marché local, lui-même étant défini par le territoire d'émission, et non par la résidence des créanciers.

Échéance moyenne de la dette publique

Un portefeuille de dette de l'administration centrale dont les titres ont été majoritairement émis à moyen et long terme indique de prime abord un certain degré de maturité de la base d'investisseurs. Une part élevée de titres négociables à moyen et long terme dans le portefeuille de dette de l'administration centrale est généralement associée à des stades avancés de développement du marché primaire. Au fur et à mesure que ce dernier se développe, il est possible d'augmenter l'échéance moyenne en émettant des instruments à long terme.

Émission sur l'ensemble de la courbe des rendements

La courbe des rendements sert de base à la formation du prix des obligations et donc à la décision des investisseurs. Une courbe des rendements relativement longue avec une liquidité adéquate, répartie dans toutes les catégories d'échéance de référence, est généralement associée à un stade avancé de développement du marché primaire²².

Indicateurs des politiques publiques

Fixation des prix fondée sur le marché

L'adoption d'une formation des prix fondée sur le marché dans le cadre des adjudications signale le choix d'une politique de transparence et non interventionniste. Lorsque les prix des obligations sont déterminés par l'émetteur plutôt qu'aux prix d'équilibre du marché et qu'ils ne sont pas conformes aux fondamentaux, la valeur réelle du titre ne peut pas être vérifiée sur le marché primaire, ce qui rend les titres sensiblement moins attractifs aux yeux des investisseurs²³. Une moindre demande des investisseurs est susceptible d'entraîner le recours à un financement monétaire par la banque centrale. La formation des prix fondée sur le marché est indispensable pour allonger les échéances de la dette, établir une courbe des rendements et développer un marché secondaire. Dans les marchés primaires présentant un stade de développement avancé, l'émetteur est le preneur de prix.

Mécanismes de placement fondés sur le marché

L'utilisation de mécanismes d'émission fondés sur le marché témoigne d'un engagement en faveur d'une plus grande transparence²⁴. L'émission à guichet

²²Une courbe des rendements (également appelée structure des taux d'intérêt) illustre la relation entre les échéances et les rendements des titres d'État.

²³Le plafonnement d'un taux d'intérêt fixé par l'émetteur dans le cadre des adjudications constitue une forme de détermination des prix non fondée sur le marché.

²⁴On peut citer comme catégories de placements 1) l'adjudication : il s'agit de la technique de placement la plus employée par les États, en raison de sa transparence et de son rapport coût/avantages, 2) la syndication, qui est

ouvert ou les placements privés peuvent compliquer la détermination des prix, comparativement à l'émission par syndication et adjudication²⁵. Sur les marchés développés des pays avancés, les adjudications constituent le principal mécanisme d'émission. Toutefois, les syndications peuvent s'avérer utiles pour de nouvelles échéances ou de nouvelles catégories d'instruments.

Prévisibilité et transparence des émissions

La prévisibilité du calendrier des émissions sur les marchés primaires renforce la transparence et donne le temps aux investisseurs et aux intermédiaires de préparer leurs bilans. Elle est importante dans le cas des échéances à long terme, lorsque le risque de marché est accru. Les taux auxquels la dette de l'État à moyen et long terme a pu être contractée bilatéralement peuvent avoir une incidence notable sur la valorisation des obligations. La transparence concernant le volume de l'émission et les caractéristiques de chaque instrument concourent aussi à réduire l'incertitude pour les investisseurs. En temps normal, les marchés primaires aux stades de développement avancés publient et respectent au moins un calendrier d'émission trimestriel, comprenant des informations sur les volumes d'émission et les échéances de chaque instrument, en particulier les durées de remboursement.

Prévisions des flux de trésorerie de l'État

La capacité à établir des prévisions fiables concernant les flux de trésorerie de l'État est essentielle à la prévisibilité et à la transparence des émissions. Une gestion de trésorerie fonctionnelle de l'administration centrale permet de dissocier l'émission d'obligations de difficultés temporaires de trésorerie, d'où la possibilité de respecter le calendrier d'émission et de renforcer la prévisibilité à l'attention des investisseurs. Les autorités chargées de la gestion de la dette doivent avoir accès à des prévisions fiables des futures positions de trésorerie de l'État. Il conviendrait d'actualiser fréquemment ces projections. Plus la période de prévision est longue, plus elle favorise la prévisibilité et la transparence des émissions.

Transparence des résultats des adjudications

La transparence des résultats des adjudications est indispensable à la transparence du marché. Les résultats d'une adjudication, accompagnés d'informations sur le

utilisée en cas d'incertitude concernant la demande (lors de nouvelles émissions, par exemple), 3) les placements privés : l'État émet des titres, dotés en général de caractéristiques particulières, directement à un investisseur ou à un groupe d'investisseurs, et 4) les ventes dans le cadre de la réouverture d'une précédente émission : l'État définit les caractéristiques des titres qu'il émet et la période au cours de laquelle il accepte des soumissions. Ils peuvent être vendus à un prix minimal ou fixé, en fonction de la demande.

²⁵Dans le cadre de la réouverture d'une précédente émission, comme on l'entend ici, les prix sont déterminés unilatéralement par l'émetteur. Il convient de préciser qu'il s'agit d'une technique différente des mécanismes de réouverture de précédentes émissions employés dans le cadre d'une adjudication, qui donnent accès aux investisseurs à des souscriptions non concurrentielles.

nombre total de soumissions et le nombre de soumissions acceptées, le prix minimum demandé ainsi que les prix (rendements) minimums, moyens et maximums des soumissions acceptées, devraient être diffusés aussi largement que possible le jour de sa tenue. Les stades les plus avancés de développement d'un marché primaire vont souvent de pair avec une plus grande transparence et l'annonce rapide des résultats de l'adjudication.

Transparence de la communication entre les autorités et les participants au marché

La transparence de la communication entre les autorités et les participants au marché réduit l'incertitude pour les investisseurs et contribue à faciliter leur participation aux marchés primaire et secondaire. Elle nécessite que les autorités diffusent des renseignements aux participants du marché susceptibles d'avoir une incidence sur la formation des prix des obligations d'État, notamment des informations budgétaires, des indicateurs de risque sur le portefeuille de la dette, la stratégie de gestion de la dette et le plan d'emprunt annuel. Une communication régulière entre les autorités et les participants au marché devrait susciter un dialogue dans les deux sens sur les conditions du marché, d'où une meilleure compréhension des facteurs d'offre et de demande en mesure d'améliorer l'exécution du programme d'émission.

Fragmentation du marché

Un trop grand nombre d'instruments de dette provoque des distorsions des prix des obligations sur le marché primaire et réduit la liquidité du marché secondaire²⁶. L'administration centrale doit coordonner l'émission de sa propre dette et de sa dette négociable garantie émise par d'autres entités. En cas d'émission de dette par la banque centrale, il faut que l'administration centrale et la banque centrale réduisent au maximum la fragmentation du marché en émettant à différentes échéances et en évitant d'entrer simultanément sur le marché. L'administration centrale doit s'abstenir d'émettre de la dette non négociable à des fins de financement, à l'exception éventuelle de petits volumes destinés aux petits porteurs.

Obligations de référence

Les obligations de référence ont pour vocation d'augmenter le montant des titres individuels aux principales échéances, favorisant ainsi la liquidité et contribuant

²⁶Il est possible d'évaluer la liquidité du marché au moyen du taux de rotation (volumes négociés divisés par le montant total de l'encours de titres), le montant moyen des opérations et les écarts entre cours acheteur et cours vendeur. Concernant les comparaisons entre les pays, il convient de préciser que la définition des volumes négociés diffère selon les pays (certains publient la somme des volumes communiqués par les vendeurs et les acheteurs, et d'autres ajustent les volumes communiqués en calculant une moyenne, par exemple. Certains intègrent également dans leurs rapports les opérations de pension livrée et les opérations fermes.)

à établir une courbe des rendements²⁷. La construction d'une courbe des rendements de référence constitue un objectif important pour les pays souhaitant développer un marché secondaire liquide. L'établissement d'une courbe des rendements de référence tend à présenter plus d'avantages (tels que le renforcement de la concurrence sur le marché, la diminution de la prime de liquidité et les externalités positives sur l'ensemble du secteur financier) que de coûts, même si les deux sont difficiles à évaluer. Au fur et à mesure du développement du marché, on observe de nouvelles émissions plus régulières dans les tranches de titres existantes aux principaux segments d'échéance. Généralement, dans les marchés développés, les obligations de référence font l'objet de stratégies, qui consistent à cibler un certain montant aux principales échéances, de telle sorte que la quantité soit suffisamment élevée pour établir une courbe des rendements du marché secondaire. La formulation de ces stratégies en consultation étroite avec les participants au marché constitue une bonne pratique.

Gestion de trésorerie et gestion de la dette

La gestion de la trésorerie joue un rôle essentiel dans l'établissement de pratiques d'émission transparentes et prévisibles et dans la maîtrise des risques de refinancement. Dans plusieurs marchés (notamment dans les pays avancés), l'État détient un certain niveau de réserve de liquidité ou se sert de différents instruments (titres à court terme, pensions livrées et dépôts, par exemple) pour réduire l'instabilité des flux de trésorerie et gérer les risques de refinancement²⁸. L'augmentation du montant des titres individuels par rapport à celui des obligations de référence entraîne des risques accrus de refinancement, qu'il est possible d'atténuer par une certaine flexibilité en matière de préfinancement, de conservation de recettes et d'utilisation des opérations de gestion du passif (rachats et conversions, par exemple).

²⁷Les obligations de référence sont généralement des obligations sans amortissement à taux fixe émises aux principaux segments d'échéance, qui sont les instruments les plus appropriés pour construire une courbe des rendements et qui tendent à attirer une large gamme d'investisseurs ayant des motivations et des horizons temporels d'investissement différents. Il est possible d'utiliser des obligations à taux variables et indexées sur l'inflation dans le cadre d'une stratégie provisoire destinée à créer les conditions d'une émission de titres à taux fixe, en cas de préoccupation pour la stabilité macroéconomique, ce qui signale des anticipations d'inflation rigides et élevées. En outre, dans certains pays, les titres à taux variables et indexés sur l'inflation constituent aussi des instruments de financement, mais ils tendent à être beaucoup moins liquides.

²⁸Au fur et à mesure du développement du marché national, le montant requis de réserves de liquidité tend à se réduire, mettant ainsi davantage l'accent sur l'efficacité de la détention de telles réserves.

Cadre du marché primaire

Résultat			
1) Dette intérieure négociable en pourcentage de la dette totale de l'administration centrale			
Objectif : Évaluer le montant de la dette intérieure négociable (stock).			
Question clé : Quel est le montant du stock de dette intérieure négociable libellée en monnaie locale en pourcentage de la dette totale de l'administration centrale ? ¹			
Évaluation comparative :			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
Moins de 25 %	25 à 50 %	50 à 75 %	Plus de 75 %
2) Stabilité du financement sur le marché intérieur			
Objectif : Évaluer la stabilité de la demande globale de titres d'État négociables.			
Question clé : Quel est le niveau de la demande de titres d'État appréhendée par le taux des soumissions satisfaites ?			
Évaluation comparative :			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
Sous-souscription persistante des titres proposés.	Sous-souscription intermittente et irrégulière des titres proposés.	Sursouscription fréquente des titres proposés.	Le montant des souscriptions est généralement supérieur au montant des titres proposés.
3) Échéance des titres d'État négociables libellés en monnaie locale			
Objectif : Évaluer la capacité de l'État à émettre des titres à longue échéance et à taux fixe ainsi qu'à maîtriser son exposition aux risques de refinancement et de taux d'intérêt.			
Questions clés :			
1) Quelle est la durée moyenne jusqu'à l'échéance de l'encours des titres négociables libellés en monnaie locale ? ²			
2) Quelle est la part de la dette à échéance d'un an en pourcentage du stock de titres libellés en monnaie locale ?			
3) Quelle est la durée moyenne jusqu'au réajustement du taux d'intérêt de l'encours des titres négociables libellés en monnaie locale ?			
4) Quelle est la part de la dette dont les taux seront réajustés à échéance d'un an en pourcentage du stock de titres libellés en monnaie locale ?			
Évaluation comparative : Durée moyenne jusqu'à l'échéance ³			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
Moins d'un an	1 à 3 ans	3 à 5 ans	Plus de 5 ans
Évaluation comparative : Pourcentage de la dette arrivant à échéance dans un an			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
Plus de 50 %	25 à 50 %	15 à 25 %	Moins de 15 %
Évaluation comparative : Durée moyenne jusqu'au réajustement du taux d'intérêt			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
Moins d'un an	1 à 3 ans	3 à 5 ans	Plus de 5 ans
Évaluation comparative : Pourcentage de la dette à échéance d'un an dont le taux d'intérêt sera réajusté			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
Plus de 70 %	40 à 70 %	20 à 40 %	Moins de 20 %
Le stade final de l'indicateur correspond à la consolidation des stades des quatre sous-indicateurs.			
4) Émission sur l'ensemble de la courbe des rendements			
Objectif : Évaluer si la courbe des rendements est bien distribuée entre les principales échéances.			
Question clé : Quelles sont la structure et la longueur de la courbe des rendements ?			
Évaluation comparative :			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
Courbe des rendements très courte (moins d'un an).	Courbe des rendements relativement courte (1 à 3 ans) ou plus longue, mais irrégulière, émissions ponctuelles à échéance de plus de trois ans.	Courbe des rendements relativement plus longue (4 à 10 ans) et émissions régulières sur les principaux segments d'échéance.	Courbe des rendements longue et bien distribuée (plus de 10 ans) et émissions régulières sur les principaux segments d'échéance.

(à suivre)

Cadre du marché primaire (suite)

Politiques et pratiques			
5) Formation des prix fondée sur le marché			
Objectif : Évaluer si le mécanisme d'émission repose sur la formation des prix fondée sur le marché.			
Question clé : Quelles sont les modalités de la détermination des prix dans le mécanisme d'émission ?			
Évaluation comparative :			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
Les prix sont fixés par l'émetteur.	Les adjudications et/ou les syndications sont rarement fondées sur les prix d'équilibre du marché.	Les adjudications et/ou les syndications sont généralement fondées sur les prix d'équilibre du marché.	Les adjudications et/ou les syndications sont toujours fondées sur les prix d'équilibre du marché.
6) Mécanismes de placement fondés sur le marché			
Objectif : Évaluer si l'émission repose sur un mécanisme fondé sur le marché en matière de placement.			
Question clé : Quel est le principal mécanisme de placement de titres ?			
Évaluation comparative :			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
Moins de 20 % des titres sont placés par adjudication et/ou par syndication.	20 à 50 % des titres sont placés par syndication et/ou par adjudication et le reste par d'autres méthodes.	50 à 80 % des titres sont placés par syndication et/ou par adjudication, la syndication étant employée pour de nouveaux instruments ou des obligations à très long terme.	Au moins 80 % des titres sont placés par syndication et par adjudication, la syndication étant employée pour de nouveaux instruments ou des obligations à très long terme.
7) Prévisibilité et transparence des émissions			
Objectif : Évaluer la prévisibilité des émissions en fonction, par exemple, des informations fournies par un calendrier des émissions, de la consultation du marché et de l'échelonnement des annonces d'adjudication.			
Questions clés :			
1) Existe-t-il un plan d'emprunt publié chaque année qui indique les besoins d'emprunt annuels bruts de l'État ainsi que le volume des titres d'emprunt négociables sur le marché intérieur pour le prochain exercice budgétaire ? (oui/non)			
2) Un plan d'émission est-il publié au moins un mois ou un trimestre à l'avance ? (oui/non)			
3) Le montant global des instruments à placer est-il indiqué dans le plan d'émission ? (oui/non)			
4) Le montant global des instruments pour chaque échéance est-il indiqué dans le plan d'émission ? (oui/non)			
5) Les participants au marché sont-ils consultés lors de l'élaboration du plan d'émission ? (oui/non)			
6) L'émission effective correspond-elle rigoureusement au plan d'émission ? (oui/non)			
7) Existe-t-il des règles transparentes, claires et cohérentes appliquées à l'appel d'offres relatives au critère d'éligibilité à la participation, à la méthode d'attribution, au traitement des exceptions et qui précisent s'il est possible de modifier le montant d'une adjudication et dans quels cas ? (oui/non)			
8) Les informations sur les adjudications sont-elles communiquées au moins deux jours ouvrables avant l'émission ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux huit questions. La somme des huit notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-2	3-4	5-6	7-8

(à suivre)

Cadre du marché primaire (suite)

8) Prévisions des flux de trésorerie de l'État			
Objectif : Évaluer si l'organisation de la gestion de la trésorerie des administrations publiques favorise la prévisibilité et la transparence de l'émission de dette négociable sur le marché intérieur.			
Questions clés : Dispose-t-on de prévisions générales raisonnablement fiables des flux et des soldes de trésorerie de l'État ? ⁴			
1) Prévisions mensuelles pour le mois à venir (oui/non)			
2) Prévisions hebdomadaires pour le mois à venir (oui/non)			
3) Prévisions quotidiennes pour le mois à venir (oui/non)			
4) Prévisions trimestrielles pour le trimestre à venir (oui/non)			
5) Prévisions mensuelles pour le trimestre à venir (oui/non)			
6) Prévisions hebdomadaires pour le trimestre à venir (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la valeur 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux six questions. La somme des six notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-2	3-4	5	6
9) Transparence des résultats des adjudications			
Objectif : Évaluer le degré de transparence des résultats des adjudications.			
Questions clés :			
1) Les résultats d'une adjudication sont-ils annoncés en moins d'une heure au cours du même jour ouvrable ? (oui/non)			
2) Les informations sur le nombre total de soumissions et le nombre de soumissions acceptées sont-elles communiquées ? (oui/non)			
3) Les informations sur le prix minimum demandé et le prix moyen (rendements) des soumissions acceptées sont-elles communiquées ? (oui/non)			
4) Les prix (rendements) maximums et minimums des soumissions acceptées sont-ils communiqués ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux quatre questions. La somme des quatre notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0	1-2	3	4
10) Transparence de la communication entre les autorités et les participants au marché			
Objectif : Évaluer le degré de transparence et de communication entre les autorités et les participants au marché, qui contribue à réduire l'incertitude pour les investisseurs et donc à faciliter leur participation aux marchés primaire et secondaire.			
Questions clés :			
1) Des informations sur la stratégie d'emprunt et le cadre de gestion du risque sont-elles publiées et actualisées tous les ans ? (oui/non)			
2) Les autorités communiquent-elles régulièrement avec les participants au marché sur la stratégie d'emprunt, les préférences du marché et les conditions de marché ? (oui/non)			
3) Des informations sur l'état des finances publiques pour l'exercice en cours, le portefeuille de la dette et l'activité sur le marché primaire sont-elles publiées chaque mois ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux trois questions. La somme des trois notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0	1	2	3
11) Fragmentation du marché			
Objectif : Évaluer la consolidation et la normalisation des émissions de titres négociables.			
Questions clés :			
1) Des titres d'État et des titres garantis par l'État sont-ils émis de façon coordonnée ? (oui/non)			
2) L'administration centrale et la banque centrale évitent-elles d'émettre des titres de même échéance ? (oui/non)			
3) L'administration centrale s'abstient-elle d'émettre des titres non négociables à des fins de financement ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux trois questions. La somme des trois notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0	1	2	3

(à suivre)

Cadre du marché primaire (fin)

12) Obligations de référence			
Objectif : Évaluer la stratégie de conception d'obligations de référence.			
Questions clés :			
1) Existe-t-il une stratégie de conception d'obligations de référence ? (oui/non)			
2) Des émissions de nouvelles tranches de titres par assimilation sur les segments des principales échéances de référence ont-elles régulièrement lieu ? (oui/non)			
3) Les obligations de référence représentent-elles plus de 50 % de l'émission brute d'obligations négociables libellées en monnaie locale ? (oui/non)			
4) Un objectif de montant est-il fixé concernant l'émission d'obligations de référence aux principales échéances ? (oui/non)			
5) Le montant des obligations de référence émises aux principales échéances est-il suffisamment important pour construire une courbe des rendements du marché secondaire ? (oui/non)			
6) Les participants au marché sont-ils consultés au moins une fois par an pour recenser les obligations de référence ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux six questions. La somme des six notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4-5	6
13) Gestion de trésorerie et gestion de la dette			
Objectif : Évaluer si des instruments de gestion de la trésorerie et de la dette ainsi que des stratégies et des capacités en la matière sont en place pour gérer les risques de refinancement, notamment ceux associés à l'utilisation des obligations de référence.			
Questions clés :			
1) Les autorités se servent-elles d'instruments de gestion de la trésorerie pour remédier à un manque de trésorerie à court terme ? (oui/non)			
2) Le préfinancement et la conservation des recettes permettent-ils d'honorer les remboursements à court terme ? (oui/non)			
3) Les autorités disposent-elles de stratégies et de capacités efficaces de gestion de la trésorerie pour traiter les risques de refinancement associés à l'utilisation des obligations de référence ? (oui/non)			
4) Existe-t-il un volant de liquidité en cas de besoins de liquidité inattendus ? (oui/non)			
5) Les autorités procèdent-elles à des opérations de gestion des engagements (telles que les opérations de rachat ou de conversion) ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux cinq questions. La somme des cinq notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4	5

¹S'agissant des pays qui ne disposent pas de monnaie nationale, la devise qu'ils utilisent peut être considérée comme leur monnaie nationale dans le cadre de cet indicateur.

²Dans ce cas, il s'agit de l'échéance résiduelle, et non de l'échéance d'origine. En cas de financement budgétaire fréquent par la banque centrale, la durée moyenne jusqu'à l'échéance est susceptible de ne pas représenter la capacité de l'État à émettre de la dette à long terme. La durée moyenne ajustée jusqu'à l'échéance prend en compte l'échéance de la dette de la banque centrale servant à financer les achats de titres de l'État.

³Selon les statistiques de la BRI sur les titres de dette, tous les pays (30 pays) ont indiqué une durée moyenne jusqu'à échéance (moyenne sur la période 2014-18) de plus de trois ans, alors que, dans 25, elle dépassait cinq ans.

⁴Selon l'outil d'évaluation de la performance de la gestion de la dette, DPI-11.1, définition de la prévision des flux de trésorerie et de la gestion des soldes de trésorerie.

Composante 3 : Marché secondaire

Le marché secondaire offre aux participants du marché une plateforme sûre et efficace en termes de coût, qui leur permet de négocier des titres de façon équitable et transparente. La structure du marché doit reposer sur un nombre suffisant d'intermédiaires, qui négocient un montant non négligeable de titres d'État, avec une formation normalisée des prix et au cours de périodes convenues, ce qui devrait offrir aux grands investisseurs plusieurs options pour acheter et vendre leurs titres rapidement et à un coût raisonnable. De façon plus générale, le marché secondaire rend les titres d'État liquides, d'où une transformation des échéances qui permet aux investisseurs de détenir des actifs à des échéances plus longues que celles de leurs engagements, en se fondant sur l'hypothèse d'une liquidité du marché secondaire. Il permet également de déterminer des prix de référence des titres d'État, concourant ainsi à déterminer les nouveaux coûts de financement des emprunteurs souverains et non souverains. En général, un MOML à un stade de développement avancé se caractérise en temps normal par un marché secondaire actif sur l'ensemble de la courbe des rendements.

Indicateur de performance

Liquidité et profondeur du marché

La liquidité et la profondeur du marché contribuent à une détermination fiable des prix. Il est possible de mesurer la liquidité du marché par l'intermédiaire du taux de rotation, du montant moyen des opérations et des écarts entre cours acheteur et cours vendeur. On considère qu'un marché obligataire est liquide lorsqu'il est possible d'acheter ou de vendre une quantité notable d'obligations sur le marché secondaire (la liquidité est alors mesurée par le taux de rotation des titres d'État). Il est considéré profond lorsqu'on observe un grand nombre d'ordres présentant un faible écart entre cours acheteur et cours vendeur et que des opérations de montant élevé (achat et vente) n'ont qu'une incidence limitée sur les prix du marché. Un marché profond réduit le coût des opérations et se caractérise par un faible écart entre cours acheteur et cours vendeur²⁹. Sur les marchés secondaires à des stades avancés de développement, on observe généralement un taux de rotation élevé, des opérations de montant élevé, un faible écart entre cours acheteur et cours vendeur et des instruments négociés tout le long de la courbe des rendements.

²⁹Un faible écart entre cours acheteur et cours vendeur signifie qu'il y a très peu de différences entre le prix le plus élevé qu'un acheteur est prêt à payer et le prix le plus bas qu'un vendeur est prêt à accepter. C'est en grande partie imputable à une grande liquidité et au volume important d'opérations, ce qui engendre une forte concurrence en matière de prix tant du côté des acheteurs que des vendeurs.

Indicateurs des politiques publiques

Transparence pré- et post-négociation

La transparence du marché, sous forme de cotation ou d'opérations sur le marché, améliore la liquidité du marché secondaire. Elle peut se mesurer en fonction de la disponibilité d'informations en amont et en aval des négociations. Aux stades les plus avancés de développement du marché, les prix exécutables en aval des négociations et les informations en amont des négociations sur les prix et les volumes sont mis à disposition de façon systématique et en temps utile.

Obligations des teneurs de marché

Les pays disposant d'un système financier relativement développé sont susceptibles d'adopter un système de spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), afin d'améliorer la liquidité du marché secondaire³⁰. Il convient de souligner qu'un système de SVT ne constitue pas une condition préalable d'un marché secondaire liquide. Les marchés secondaires liquides peuvent se développer sans système de SVT, mais ils peuvent rester illiquides en cas de système de SVT inefficace ou prématuré. Toutefois, si les conditions préalables à la mise en œuvre d'un tel système sont satisfaites et s'il est conçu soigneusement, il peut concourir à améliorer la liquidité du marché secondaire. Les principales obligations incombant aux SVT consistent à offrir une cotation à l'achat et à la vente pour un certain nombre d'heures par jour au sein d'une fourchette prédéfinie et avec un volume de négociations associées³¹. Bien que la double cotation (achat et vente) se fonde généralement sur des prix fermes, il est possible de se servir de cotations indicatives pour donner de la flexibilité aux SVT pendant le premier stade, lorsque le processus de détermination des prix se poursuit. Une autre obligation pourrait consister à veiller à la rotation minimum de titres au cours d'une certaine période. Il conviendrait d'évaluer régulièrement les SVT et remplacer éventuellement ceux affichant une moindre performance par de nouveaux³².

Privilèges des teneurs de marché

Généralement, les privilèges accordés aux SVT sont les suivants : un accès exclusif aux adjudications et aux opérations de gestion des engagements, un accès aux adjudications non concurrentielles sur le marché primaire et un accès à des facilités de prêt de titres et de liquidité. Il est également possible d'accorder des privilèges particuliers au cours des premiers stades de développement d'un système de SVT,

³⁰Dans le cadre de cette note d'orientation, un système de SVT et le rôle de teneur de marché peuvent se substituer l'un à l'autre.

³¹La double cotation (achat et à vente) est généralement obligatoire pour les obligations de référence « on-the-run » et peut être étendue à d'autres obligations avec la capacité de marché des SVT.

³²Voir l'appendice 5 pour une analyse plus détaillée des systèmes de SVT.

tels que l'accès aux lignes de crédit de la banque centrale, même s'il convient de prendre garde à ce que ce type de dispositif soit compatible avec le développement du marché ou les objectifs en matière monétaire et de gestion de la dette. Les privilèges accordés aux SVT devraient être déterminés en fonction de leurs obligations dans l'objectif de préserver l'attractivité du système de SVT.

Environnement des activités de négoce

Un environnement des activités de négoce favorable contribue à améliorer l'efficacité des opérations sur le marché secondaire. Outre le marché des pensions livrées, le marché des produits dérivés de taux d'intérêt (c'est-à-dire les swaps de taux d'intérêt et les contrats à terme sur taux d'intérêt) et la possibilité de vendre à découvert les titres permettent aux opérateurs de marché de gérer les risques liés aux activités de teneur de marché³³. Les plateformes de négoce électroniques concourent aussi à améliorer la transparence du marché et à renforcer la surveillance des opérations sur titres. Les conditions de marché évoquées dans les autres composantes influent également sur les marchés secondaires³⁴.

³³Le marché des produits dérivés de taux d'intérêt permet aussi aux investisseurs d'ajuster à moindre coût leurs expositions aux taux d'intérêt, d'où un renforcement de leur capacité à investir dans les obligations à long terme. Bien que la vente à découvert apporte de la liquidité et soit essentielle aux opérateurs de marché au titre de la gestion des risques, elle peut parfois accentuer la volatilité, en particulier sur les marchés moins liquides. On classe la vente à découvert en deux catégories : la vente à découvert « couverte » et la vente à découvert « à nu ». Dans le cadre d'une vente à découvert « couverte », le même montant de titres d'État est acheté ou emprunté pour couvrir la position à découvert. Une facilité de prêt sur titres constitue une alternative pour couvrir la position à découvert. Dans le cadre d'une vente à découvert « à nu », les titres d'État sont cédés avant d'avoir été empruntés ou de s'être assuré qu'ils pouvaient être empruntés. En général, il est possible d'utiliser la technique de vente à découvert « couverte » à des fins de teneur de marché, la vente à découvert « à nu » étant plus rare.

³⁴Pour être approprié, l'environnement des activités de négoce d'un marché secondaire nécessite la présence de différents profils d'investissement, en particulier des investisseurs à court terme. En outre, Il est nécessaire que l'infrastructure du marché financier, le régime réglementaire et le régime fiscal soient efficaces et que la dématérialisation des titres soit pratiquée. À des stades de développement avancés, les facilités de prêt sur titres améliorent la qualité de l'activité de teneur de marché.

Cadre du marché secondaire

Résultat			
1) Liquidité et profondeur du marché			
Objectif : Évaluer la capacité des investisseurs à exécuter leurs ordres de vente et d'achat sur le marché secondaire de façon efficiente en termes de coût, en temps utile et avec une incidence limitée sur le prix d'un titre.			
Questions clés :			
1) Le montant des opérations et les volumes négociés aux principales échéances sont-ils suffisants pour satisfaire la demande des banques en matière d'achat et de vente ? (oui/non)			
2) Le montant des opérations et les volumes négociés aux principales échéances sont-ils suffisants pour satisfaire la demande des investisseurs institutionnels non bancaires en matière d'achat et de vente ? (oui/non)			
3) Les titres sont-ils négociés tout le long de la courbe des rendements ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux trois questions. La somme des trois notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0	1	2	3
Indicateurs complémentaires			
Questions clés :			
4) Quel est le taux de rotation quotidien sur le marché des titres d'emprunt d'État ?			
Fourchette 1	Fourchette 2	Fourchette 3	Fourchette 4
—	En deçà de 0,5 %	0,5 à 1 %	Supérieur à 1 %
5) Quel est l'écart moyen entre cours acheteur et cours vendeur des obligations de référence « on-the-run » à dix ans (rendement) ? ¹			
Fourchette 1	Fourchette 2	Fourchette 3	Fourchette 4
Aucun écart, ou plus de 100 points de base	100–20 points de base	20–5 points de base	Moins de 5 points de base
Évaluation comparative : On attribue des notes allant de 1 à 4 aux questions 4) et 5). La somme des deux notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
2	3–4	5–6	7–8
Politiques et pratiques			
2) Transparence pré-négociation			
Objectif : Évaluer la disponibilité des informations pré-négociation sur le marché secondaire.			
Questions clés :			
1) Les prix des titres sont-ils généralement transmis sur demande ? (oui/non)			
2) Les acteurs du marché communiquent-ils quotidiennement des cotations indicatives des titres d'État ? (oui/non)			
3) Les acteurs du marché communiquent-ils quotidiennement des cotations fermes des titres d'État « on-the-run » ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux trois questions. La somme des trois notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0	1	2	3
3) Transparence post-négociation			
Objectif : Évaluer le degré de transparence de la communication à propos des négociations sur le marché secondaire.			
Questions clés :			
1) Des informations post-négociation sur le prix et la quantité des titres individuels sont-elles publiées quotidiennement ? (oui/non)			
2) Des sources officielles ou des donneurs de prix donnent-ils quotidiennement des références à différents points de la courbe des rendements du marché secondaire ? (oui/non)			
3) Le modèle et la méthodologie de construction d'une courbe des rendements sont-ils communiqués ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux trois questions. La somme des trois notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0	1	2	3

(à suivre)

Cadre du marché secondaire (fin)

4) Obligations des teneurs de marché			
Objectif : Évaluer si les obligations des teneurs de marché sont propices au développement de l'activité de négoce de titres d'État sur le marché secondaire.			
Questions clés :			
1) Les obligations imposées aux teneurs du marché sont-elles adaptées aux conditions du marché secondaire ? (oui/non)			
2) Les teneurs de marché doivent-ils communiquer une double cotation (achat et vente) au sein d'une fourchette relativement étroite ? (oui/non)			
3) Les teneurs de marché doivent-ils communiquer une double cotation (achat et vente) pour une quantité minimum de titres ? (oui/non)			
4) Les teneurs de marché doivent-ils communiquer une double cotation (achat et vente) pour un nombre minimum d'heures chaque jour ? (oui/non)			
5) Les teneurs de marché doivent-ils communiquer des prix fermes ? (oui/non)			
6) Les teneurs de marché doivent-ils assurer une rotation minimum de titres ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la valeur 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux six questions. La somme des six notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4-5	6
5) Privilèges des teneurs de marché			
Objectif : Évaluer si les privilèges accordés aux teneurs de marché sont propices au développement de l'activité de négoce de titres d'État sur le marché secondaire.			
Questions clés :			
1) Les privilèges et les obligations des teneurs de marché sont-ils équilibrés ? (oui/non)			
2) Les autorités récompensent-elles l'efficacité des teneurs de marché en leur donnant accès aux opérations sur les titres d'État et de gestion de la dette ? (oui/non)			
3) Les teneurs de marché se voient-ils accorder par les autorités un accès exclusif aux facilités de mise en pension et aux facilités de prêt de titres ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux trois questions. La somme des trois notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0	1	2	3
6) Environnement des activités de négoce			
Objectif : Évaluer si le marché secondaire présente des conditions propices au développement des activités de négoce.			
Questions clés :			
1) Existe-t-il une plateforme électronique de négociation qui permette aux opérateurs de marché de se communiquer les prix de manière fluide ? (oui/non)			
2) La vente à découvert de titres d'État est-elle autorisée à des fins de teneur de marché ? (oui/non)			
3) Existe-t-il des instruments de couverture (swaps de taux d'intérêt et contrats à terme sur taux d'intérêt) ? (oui/non)			
4) Existe-t-il des instruments de couverture (swaps de taux d'intérêt et contrats à terme sur taux d'intérêt) suffisamment liquides ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux quatre questions. La somme des quatre notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2	3	4

¹Cet indicateur complémentaire doit être interprété avec une grande marge d'erreur. Compte tenu des données limitées, l'indicateur ne neutralise pas le montant des opérations individuelles, ce qui est susceptible d'influer sensiblement sur le niveau des écarts entre cours acheteur et cours vendeur. L'échantillon de pays pour lesquels des données sont disponibles se limite également aux pays avancés et à certains pays émergents.

Composante 4 : Base d'investisseurs

Une base d'investisseurs profonde et diversifiée permet d'alimenter la demande de titres d'État, d'où une meilleure résilience des marchés en cas de turbulences. Le développement d'une base d'investisseurs variée comprenant des agents avec différents horizons d'investissement et préférences en matière de risque et de rendement, en particulier des investisseurs institutionnels, permet à l'État de répartir les risques dans son portefeuille de dette et d'allonger la courbe des rendements. La taille absolue du secteur financier intérieur détermine en grande partie la capacité d'absorption intérieure des obligations d'État. En outre, la structure du secteur financier peut avoir une incidence sensible sur la liquidité du marché.

Indicateurs de performance

Participants au marché

La base d'investisseurs influe grandement sur le rythme et le degré de développement du marché monétaire, du marché primaire et du marché secondaire. Les banques commerciales jouent souvent un rôle majeur dans les pays en développement, généralement en tant qu'investisseur principal dans les obligations d'État et intermédiaires dans le négoce de ces titres. La taille du secteur bancaire relativement à l'économie détermine en grande partie sa capacité d'absorption de titres de l'État. La structure du secteur bancaire a un effet sensible sur les activités de négoce sur le marché monétaire et le marché secondaire. Ainsi, en cas de forte concentration du secteur bancaire, les banques peuvent être moins incitées à opérer sur ces marchés³⁵. Les investisseurs non bancaires apportent sur le marché des obligations d'État des préférences en matière de risque-rendement et des horizons temporels qui diffèrent de ceux des banques commerciales. En général, les fonds de pension et les compagnies d'assurance privilégient les actifs à plus longue échéance pour qu'ils correspondent à leurs engagements à plus long terme, ce qui détermine davantage la capacité de l'État à placer des titres à plus longue échéance et favorise ainsi l'allongement de la courbe des rendements. En revanche, les fonds communs de placement en instruments de marché monétaire préfèrent généralement des titres à plus courte échéance. Les fonds spéculatifs constituent également des acteurs de marché importants sur certains marchés d'obligations d'État, bien que ces intermédiaires apparaissent habituellement à un stade avancé de développement. Leur participation très active contribue à la liquidité du marché. Une base d'investisseurs développée se caractérise par la quantité et la diversité des participants bancaires et non bancaires.

³⁵Les banques tendent à négocier des titres à des fins de gestion de la liquidité, ce qui favorise l'activité sur le marché secondaire. Une trop forte concentration du secteur bancaire tend à nuire à la liquidité du marché dans les pays en développement ayant un système bancaire de petite taille, mais ce n'est pas toujours le cas dans ceux où il est de grande taille.

Gestion de la relation avec les investisseurs

Une gestion active de la relation avec les investisseurs est utile pour renforcer la base d'investisseurs³⁶. La compréhension du profil risque–rendement et des contraintes des principaux investisseurs constitue une bonne base pour appairer les échéances à une éventuelle demande et concourt à réduire les coûts de financement en temps normal. Elle permet aussi à l'État de conserver un accès au marché en période de tension. Sur les marchés avancés, on observe un flux de communication réciproque et mutuellement bénéfique entre les autorités et les participants au marché.

Investisseurs institutionnels nationaux

La diversification de la base d'investisseurs constitue une priorité dans de nombreux pays. Les cadres fiscaux, comptables et réglementaires doivent être adaptés à l'objectif de développement de la base d'investisseurs institutionnels (voir composante 6 pour davantage d'informations). Les organismes de placement collectif (OPC) (fonds d'investissement, par exemple) sont utiles pour encourager la participation des petits porteurs, tout en évitant l'emploi excessif de produits dédiés, qui est susceptible de provoquer la fragmentation du marché. La réforme des régimes de retraite publics peut contribuer à augmenter l'épargne nationale, bien que la formulation de ce type de réforme devrait se fonder sur des considérations plus générales. Les pays à des stades avancés disposent généralement d'un contexte de politique publique propice au développement des investisseurs institutionnels nationaux.

Financement direct par la banque centrale

Le financement de l'État par la banque centrale nuit au développement des MOML³⁷. Plusieurs pratiques établies permettent d'éviter le financement monétaire : l'interdiction législative de toutes les formes de financement monétaire, l'établissement de limites réglementaires sur l'objet et sur la durée des avances temporaires au Trésor, l'interdiction législative faite à la banque centrale de participer au marché primaire³⁸ et la divulgation du montant des titres d'État au bilan de la banque centrale. Les autorités tendent à avoir recours au financement monétaire lorsque les besoins de financement en obligations d'État dépassent la capacité d'absorption des investisseurs nationaux et étrangers. Le financement

³⁶Voir Knight et Northfield (2020) pour davantage d'informations.

³⁷Certaines banques centrales des pays émergents et des pays en développement ont facilité le financement de l'État de différentes manières au cours des derniers mois, du fait de l'instabilité des marchés en mars 2020 et des besoins budgétaires accrus dus à la pandémie. Celles mettant en œuvre les politiques monétaires les plus crédibles ont disposé d'une marge plus importante pour remplir ce rôle, bien que la plupart des participants au marché s'attendent à ce que ces dispositifs ne soient que temporaires.

³⁸Ces interdictions ou limites réglementaires figurent généralement dans la loi « organique » de la banque centrale.

monétaire fausse la détermination des prix (et nuit au développement du marché secondaire), mais il a également des effets délétères sur l'inflation et la position extérieure, ainsi que sur la confiance des investisseurs à l'égard des autorités. Les pays ayant des marchés à un stade avancé ne recourent pas au financement monétaire de la banque centrale.

Investisseurs étrangers

La participation des investisseurs non résidents peut renforcer la base d'investisseurs, mais elle doit faire l'objet d'un suivi méticuleux, et des garde-fous solides doivent être mis en place. Les investisseurs non résidents offrent des perspectives d'investissement différentes à un MOML, ce qui contribue souvent à augmenter la liquidité du marché secondaire. Toutefois, ils sont plus sensibles à la situation des marchés internationaux et peuvent accentuer l'instabilité du marché. Les autorités devront peser les avantages et les inconvénients liés à la participation des investisseurs non résidents au marché national des obligations d'État. Les investisseurs non résidents investissent habituellement dans des marchés matures et vastes, car ils exigent généralement une liquidité de marché suffisante, des instruments de couverture, des procédures administratives de change favorables aux investisseurs et des régimes fiscaux prévisibles (voir composante 6 pour davantage d'informations)³⁹. En outre, l'intégration d'obligations nationales dans les indices mondiaux est le signe d'un marché bien développé et attractif pour les investisseurs étrangers.

Investisseurs à long terme

Une base d'investisseurs à long terme présente des avantages et des inconvénients notables pour le développement du marché. Une présence importante d'investisseurs institutionnels à long terme (fonds de pension et compagnies d'assurance, par exemple) peut constituer une source fiable de financement d'investissement à long terme, concourant ainsi à la résilience du marché de la dette. Toutefois, une trop grande dépendance à leur égard, notamment à ceux dits « captifs », peut être très préjudiciable à l'activité du marché secondaire et nuire à la poursuite de la diversification de la base d'investisseurs. Même si les stratégies d'investissement à long terme peuvent dépendre de plusieurs facteurs, notamment structurels⁴⁰, les dispositifs juridiques et réglementaires (c'est-à-dire les réglementations fiscales, comptables, bancaires et celles portant sur les institutions financières) peuvent jouer un rôle important. On peut citer comme exemples de facteurs déterminants : le traitement fiscal défavorable des ventes secondaires (gains

³⁹Les pays qui ne remplissent pas ces conditions émettent généralement des obligations internationales libellées en monnaie de réserve internationale sur les marchés mondiaux de capitaux.

⁴⁰Ainsi, le manque de sophistication ou la forte concentration du système bancaire incite moins les banques à opérer sur le marché.

résultant des intérêts courus, par exemple), la retenue à la source des investisseurs institutionnels et la taxation des opérations, le manque de transparence des règles de valorisation et l'absence de définition claire dans la réglementation des taux de référence servant à l'évaluation aux prix courants du marché⁴¹. Il est également possible d'encourager un comportement d'investissement à long terme en appliquant une réglementation qui impose aux banques de disposer d'un important excédent de liquidité et en fixant des obligations d'investissement aux fonds de pension et aux compagnies d'assurance⁴². En général, l'environnement des marchés situés dans des stades avancés de développement pondère le comportement des investisseurs à long terme.

⁴¹Le régime fiscal doit traiter équitablement et de façon globalement neutre toutes les catégories d'investisseurs (voir composante 6 pour une analyse plus détaillée). Afin que le traitement fiscal soit neutre pour toutes les catégories d'institution financière, il faut supprimer la double imposition de l'épargne placée dans les fonds communs de placement, les fonds de pension et l'assurance-vie. De même, l'investissement par l'intermédiaire des fonds d'investissement, des fonds communs de placement et des fonds de pension ne devrait pas être moins avantageux que l'investissement direct. La simplification du régime fiscal des titres d'État, qui passe notamment par la suppression des droits de timbre, du traitement préférentiel de certaines catégories d'investisseurs et de l'imposition des opérations, est souvent essentielle. Il existe une interaction importante entre les règles comptables et de valorisation et le régime fiscal, car les opérations de rachat sont susceptibles d'engendrer des plus-values, par exemple. La réglementation en matière d'évaluation aux prix courants du marché et l'utilisation de portefeuilles d'actifs disponibles à la vente sont particulièrement importantes pour établir une structure réglementaire appropriée en vue de favoriser le développement du marché secondaire, car, en cas de difficulté à vendre leurs actifs sur le marché, les investisseurs peuvent être moins incités à investir dans des titres à échéance moyenne et longue.

⁴²La réglementation en matière de liquidité bancaire et la fixation d'obligations d'investissement aux fonds de pension et aux compagnies d'assurance peuvent engendrer une demande artificiellement stable de titres d'État. En cas de recours fréquent à ce type de réglementation et en tenant compte des aspects prudentiels, un modèle d'investissement tenu à échéance apparaît, car les investisseurs « captifs » ne peuvent céder qu'à perte leurs actifs sur le marché secondaire. Les institutions du secteur public peuvent présenter un comportement d'investissement analogue, ce qui nuit à la fonction de détermination des prix des marchés et freine le développement du marché secondaire.

Cadre de la base d'investisseurs

Résultat			
1) Participants au marché			
Objectif : Évaluer si la base d'investisseurs favorise le développement du marché obligataire libellé en monnaie locale.			
Questions clés : 1) Le secteur bancaire est-il suffisamment profond et diversifié pour construire une courbe des rendements à court terme ? (oui/non) 2) Le secteur bancaire est-il suffisamment profond et diversifié pour développer un marché des pensions livrées ? (oui/non) 3) La base d'investisseurs est-elle suffisamment profonde pour répondre aux besoins de financement de l'État ? (oui/non) 4) Le secteur non bancaire est-il suffisamment développé pour allonger les échéances des titres d'État ? (oui/non) 5) Le secteur bancaire est-il suffisamment profond et diversifié pour encourager les activités de négoce sur le marché secondaire ? (oui/non) 6) Les investisseurs à court terme sont-ils nombreux à opérer sur le marché secondaire ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la valeur 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux six questions. La somme des six notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4-5	6
Indicateur complémentaire 1)-1 Profondeur et diversité du secteur bancaire			
Objectif : Évaluer la profondeur et la diversité du secteur bancaire.			
Questions clés : 1) Quelle est la part des actifs totaux du secteur bancaire dans le PIB ? (base de données : SFI)			
Fourchette 1 Inférieure à 50 %	Fourchette 2 50 à 75 %	Fourchette 3 75 à 100 %	Fourchette 4 Supérieure à 100 %
2) Quelle est la part des trois plus grandes banques dans les actifs totaux du secteur bancaire ? (base de données : World Bank Financial Structure)			
Fourchette 1 Supérieure à 90 %	Fourchette 2 75 à 90 %	Fourchette 3 50 à 75 %	Fourchette 4 Inférieure à 50 %
Évaluation comparative : On attribue aux pays des notes allant de 1 à 4 aux deux questions. La somme des deux notes détermine le stade de développement. Les seuils de 1) et 2) sont fondés sur la distribution des pays émergents et des pays à faible revenu dans la base de données.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
2	3-4	5-6	7-8
Indicateur complémentaire 1)-2 Profondeur et diversité du secteur non bancaire			
Objectif : Évaluer la profondeur et la diversité du secteur non bancaire.			
Questions clés : 1) Quelle est la part des actifs totaux détenus par les investisseurs non bancaires nationaux (fonds de pension, compagnies d'assurance et fonds d'investissement) dans le PIB ? (base de données : SFI)			
Fourchette 1 Inférieure à 10 %	Fourchette 2 10 à 25 %	Fourchette 3 25 à 50 %	Fourchette 4 Supérieure à 50 %
2) Quelle est la part des investisseurs non bancaires nationaux dans les détenteurs d'obligations d'État ? (base de données : IMF Sovereign Debt Investor Base for Emerging Markets)			
Fourchette 1 Inférieure à 10 %	Fourchette 2 10 à 25 %	Fourchette 3 25 à 40 %	Fourchette 4 Supérieure à 40 %
Évaluation comparative : On attribue aux pays des notes allant de 1 à 4 aux deux questions. La somme des deux notes détermine le stade de développement. Les seuils de 1) sont fondés sur la distribution des pays émergents et des pays à faible revenu dans la base de données. Les seuils de 2) sont fondés sur l'enquête.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
2	3-4	5-6	7-8

(à suivre)

Cadre de la base d'investisseurs (suite)

Politiques et pratiques			
2) Gestion des relations avec les investisseurs			
Objectif : Évaluer les pratiques en matière de communication entre les autorités et les participants au marché.			
Questions clés :			
1) Les autorités disposent-elles d'un service officiel chargé des relations avec les investisseurs ? (oui/non)			
2) Les autorités s'entretiennent-elles régulièrement avec les participants au marché au sujet de leurs stratégies d'emprunt et d'émission, de leurs préférences de marché et des conditions de marché ? (oui/non)			
3) Les autorités cherchent-elles à mobiliser davantage d'investisseurs par l'intermédiaire de forums d'investisseurs (tels que les conférences annuelles d'investisseurs) ? (oui/non)			
4) Existe-t-il une page Internet consacrée à la gestion de la dette de l'État, où figurent des informations utiles aux investisseurs ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux quatre questions. La somme des quatre notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2	3	4
3) Investisseurs institutionnels nationaux			
Objectif : Évaluer si le cadre de politique publique favorise le développement des investisseurs institutionnels nationaux.			
Questions clés :			
1) Les dispositifs fiscaux, comptables et réglementaires sont-ils adaptés à l'objectif de développement de la base d'investisseurs institutionnels (fonds de pension et/ou compagnies d'assurance) sur le marché des titres d'État ? (oui/non)			
2) Existe-t-il des dispositifs publics visant à renforcer les canaux de distribution destinés aux petits porteurs ? (oui/non)			
3) Existe-t-il des organismes de placement collectif à revenu fixe investissant activement sur le marché des titres d'État ? (oui/non)			
4) Les autorités appliquent-elles des mesures efficaces visant à encourager l'épargne nationale et à alimenter la demande d'obligations à long terme (telles que l'établissement de programmes de retraite publique par capitalisation) ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux quatre questions. La somme des quatre notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2	3	4
4) Financement monétaire par la banque centrale			
Objectif : Évaluer si le financement de l'État par la banque centrale est prohibé ou limité de façon appropriée.			
Questions clés :			
1) Le financement de l'État par la banque centrale est-il proscrit par la législation ? (oui/non)			
2) En cas d'autorisation des avances temporaires au Trésor, sont-elles circonscrites de façon appropriée (limite chiffrée d'environ 10-15 % par rapport aux précédentes recettes budgétaires ordinaires, avec une rémunération fondée sur le taux de marché ou le taux directeur, à titre exceptionnel et pour des périodes limitées, par exemple) ? (oui/non)			
3) Est-il interdit à la banque centrale de participer aux adjudications de titres d'État sur le marché primaire ? (oui/non)			
4) Le montant des titres d'État détenu par la banque centrale est-il communiqué chaque mois ? (oui/non)			
5) La banque centrale peut-elle réduire le montant de titres d'État qu'elle détient en les cédant sur le marché secondaire ou en ne les renouvelant pas à leur échéance ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux cinq questions. La somme des cinq notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4	5

(à suivre)

Cadre de la base d'investisseurs (fin)

5) Investisseurs étrangers			
Objectif : Évaluer si l'environnement opérationnel et les dispositifs de politique publique relatifs au marché obligataire intérieur sont propices pour attirer des investisseurs étrangers (pour les pays qui jugent souhaitable d'avoir davantage d'investissements étrangers, après avoir examiné les avantages et les risques).			
Questions clés :			
1) Les investisseurs étrangers peuvent-ils investir dans les titres d'État sans limites chiffrées ? (oui/non)			
2) S'il existe des procédures administratives relatives aux opérations de change, sont-elles suffisamment simplifiées pour les investisseurs étrangers ? (oui/non)			
3) La réglementation en matière de monnaie locale (encaisses, facilités de découvert et emprunts) est-elle favorable à l'investissement extérieur en titres d'État ? (oui/non)			
4) La retenue à la source sur les revenus d'intérêts et les plus-values est-elle supprimée pour les investisseurs étrangers ? (oui/non)			
5) Les investisseurs étrangers peuvent-ils régler et détenir des titres d'État sur le marché intérieur sans ouvrir de compte libellé en monnaie locale dans une banque locale ? (oui/non)			
6) Les marchés des couvertures du risque de change (marché de change à terme) sont-ils suffisamment profonds et liquides ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la valeur 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux six questions. La somme des six notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4-5	6
6) Investisseurs à long terme			
Objectif : Évaluer si le cadre réglementaire pondère l'incidence du comportement d'investissement à long terme sur la base d'investisseurs.			
Questions clés :			
1) Le régime fiscal est-il neutre pour l'activité de négoce de titres d'État (c'est-à-dire sans retenue à la source, taxation des opérations et calcul au prorata des coupons) ? (oui/non)			
2) Existe-t-il des règles comptables et de valorisation transparentes en matière de détention d'obligations d'État par les banques et les autres investisseurs institutionnels ? (oui/non)			
3) Des taux de référence à des fins d'évaluation aux prix courants du marché sont-ils clairement définis et communiqués quotidiennement ? (oui/non)			
4) La réglementation sur la liquidité bancaire et sa mise en œuvre évitent-elles de trop décourager les banques de négocier des titres d'État ? (oui/non)			
5) Les fonds de pension et les compagnies d'assurance peuvent-ils gérer leurs portefeuilles d'obligations sans devoir en détenir une quantité minimale ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux cinq questions. La somme des cinq notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4	5

Composante 5 : Infrastructure du marché financier (IMF)

Une IMF efficace favorise la fluidité et le règlement des opérations sur le marché monétaire ainsi que sur les marchés primaire et secondaire, améliore la confiance des investisseurs et accélère le rythme de développement des marchés. Le degré de développement et l'état de fonctionnement de l'infrastructure de conservation et de règlement des titres constituent des déterminants essentiels du risque systémique. Faute d'une infrastructure solide de règlement des titres, un marché peut être exposé à des risques systémiques considérables. La défaillance de l'une des parties lors du règlement d'une opération de montant élevé est susceptible de provoquer un enchaînement d'autres défaillances.

Il faut que les systèmes employés pour régler et compenser les opérations sur les marchés financiers soient sûrs, efficaces en termes de coût et d'utilisation facile. L'infrastructure du marché financier doit reposer sur un fondement juridique explicite, prévoir un système de livraison contre paiement (DVP), faire l'objet d'une surveillance réglementaire et disposer des capacités nécessaires pour traiter des volumes d'échange au sein d'un cycle de règlement donné. Aux stades avancés de développement, l'IMF peut favoriser la fluidité des opérations de différentes catégories d'investisseurs avec un degré élevé de certitude et à faible coût. À l'avenir, les nouvelles technologies financières pourraient jouer un rôle notable dans l'amélioration de l'efficacité et la réduction des risques pour les émetteurs de titres et les acteurs du marché. Il est important que les gestionnaires de dette observent leur évolution.

Indicateurs de performance

Plateformes technologiques d'une IMF

Les systèmes informatiques améliorent l'efficacité et réduisent les risques. Au cœur de l'IMF se trouvent le système d'émission de titres d'État⁴³, les registres de titres, les systèmes de règlement brut en temps réel (RBTR), les dépositaires centraux de titres (DCT) et les systèmes de règlement de titres. Leur interconnexion est essentielle. Les systèmes modernes favorisent les paiements électroniques, accélèrent le règlement des gros volumes d'opérations, améliorent leur efficacité et réduisent au maximum leur risque, et permettent le traitement automatisé entre les principaux systèmes. Ils renforcent la transparence du marché, facilitent le suivi de la conformité aux règles en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et offrent la possibilité d'établir des liens transfrontaliers. Dans les petits marchés financiers, les systèmes à la fois manuels et électroniques peuvent

⁴³Les systèmes d'adjudication de titres d'État sont assimilés à un système de l'IMF aux fins de l'évaluation, car les pays en développement se dotent de plus en plus de systèmes intégrés qui comprennent des systèmes d'adjudication de titres d'État.

s'avérer plus efficaces et efficients en termes de coût. Il est nécessaire de procéder à une évaluation pragmatique des coûts et des avantages en fonction des contraintes liées à la taille du marché.

Dématérialisation des titres

La dématérialisation des titres rend les actifs plus sûrs et le système de règlement plus efficient⁴⁴. Les titres dématérialisés sont inscrits au crédit de comptes titres et sont généralement conservés sous forme de dossiers informatiques. Lorsqu'ils sont émis dans des cadres juridiques bien conçus, les titres dématérialisés sont sûrs et vérifiables, contrairement aux titres physiques, qui doivent être conservés dans des lieux sécurisés et dont la propriété est difficile à prouver en cas de perte ou de vol. Ils constituent une condition préalable à des systèmes de compensation et de règlement efficaces.

Risque de compensation et risque de règlement (pour les DCT ou les chambres de compensation centrale)

Un dispositif d'IMF doit réduire au maximum les risques de contrepartie et de marché au cours de la compensation et du règlement. L'élaboration d'une législation propice à la dématérialisation des titres peut permettre de réduire le risque de crédit de contrepartie lorsque la « finalité » (c'est-à-dire le caractère définitif) des paiements et des transferts de titres dématérialisés est juridiquement protégée (et ne peut être remise en cause par la législation sur les défaillances ou par tout autre texte de loi)⁴⁵, et lorsque le système de DCT permet une DVP simultanée de titres. En outre, le DCT et la chambre de compensation centrale (CCC) devraient être connectés électroniquement au RBTR de la banque centrale, afin de faciliter la DVP lors du transfert final de titres contre le règlement final en espèces par l'intermédiaire du RBTR. La CCC peut réduire encore les risques de contrepartie et de marché, en fonction de la solidité et de la nature de la garantie de règlement de la CCC, de sa capacité à mobiliser des ressources financières et de sa capacité juridique à exécuter le règlement en cas de défaillance d'un des participants. Il est possible de contenir le risque de marché en réduisant le délai entre l'exécution d'une opération et la finalité du règlement (échange intrajournalier en temps réel et règlement le même jour, par exemple)⁴⁶. Une fréquence élevée de règlements intrajournaliers avec modèle DVP2 ou DVP3 réduit d'autant l'exposition du dispositif de compensation au risque de marché.

⁴⁴La dématérialisation des titres d'État consiste à passer d'une émission de certificats physiques à un enregistrement électronique par le dépositaire.

⁴⁵Il faut que la réglementation du système des IMF définisse précisément à quel moment le paiement et le transfert des titres est final. Dans de nombreux pays, des dispositions législatives particulières sont nécessaires pour garantir que la finalité ne peut être remise en cause par l'application de la législation sur les défaillances ou de tout autre texte de loi.

⁴⁶Le risque que le règlement de l'opération échoue et que le prix de remplacement de l'obligation augmente.

Politique en matière de gouvernance et d'accès aux systèmes de DCT et de CCC

Une politique judicieuse en matière de gouvernance et d'accès renforce la crédibilité et le fonctionnement des IMF. Le propriétaire et l'opérateur du DCT et de la CCC doivent bénéficier d'une bonne réputation, définir précisément les rôles et les fonctions, notamment le mandat légal pour développer le système qui appuie le développement du MOML, et disposer de la capacité financière nécessaire au fonctionnement du système et à l'investissement dans son développement, ainsi qu'à son aptitude à absorber les chocs défavorables dans la sphère financière et sur l'activité économique. Il conviendrait que l'organisme de supervision se charge de la responsabilisation des gestionnaires de ces systèmes. En outre, le dispositif de surveillance pourrait éventuellement être évalué en fonction des principes de l'IMF⁴⁷. La structure des frais devrait se fonder sur le recouvrement des coûts, de sorte que le développement du système soit conforme à l'intérêt général. La participation au DCT et à la CCC devrait être conditionnée à des critères équitables et ouverts, ce qui protégerait tant ces systèmes que leurs participants. Il conviendrait d'harmoniser leurs politiques d'accès avec la législation et la réglementation sur les marchés financiers. En outre, elles ne devraient pas exclure des établissements financiers et des investisseurs solides. L'adhésion directe ou indirecte à distance à un DCT est également utile en vue de diversifier la base d'investisseurs. Les non-résidents investissant par l'intermédiaire d'un DCT régional ou international peuvent présenter un profil de risque-rendement différent de ceux investissant par l'intermédiaire du DCT national. Le propriétaire et l'opérateur du DCT et de la CCC devaient faire l'objet d'une surveillance des régulateurs.

Fragmentation du marché

En cas de multiples DCT et CCC, il conviendrait de réduire au maximum la fragmentation du marché, qui présente les principaux inconvénients suivants : 1) des coûts élevés et des transferts inefficients de titres entre les systèmes, 2) des règles d'accès différentes entre les systèmes, et 3) des modèles de règlement différents (c'est-à-dire modèle RBTR [DVP1] ou modèles de compensation [DVP2 et DVP3]). Ces éléments entraînent une augmentation des coûts et engendrent de l'inefficience, ce qui réduit le potentiel de développement du marché secondaire. En outre, ils peuvent nuire à la viabilité du marché des pensions livrées, phénomène observé dans certains pays.

⁴⁷Ils sont formulés par le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché et l'Organisation internationale des commissions de valeurs.

Soutien de l'IMF à la liquidité

L'IMF devrait offrir un dispositif de garantie. Une fois le marché et son cadre juridique établis, l'IMF devrait donner la possibilité aux participants de liquider les titres publics en proposant un règlement intrajournalier à faible risque pour les ventes fermes, un dispositif de pension livrée intrajournalière et à un jour conforme à un accord-cadre de rachat écrit et un dispositif de prêt garanti intrajournalier⁴⁸. Une IMF inefficace peut entraîner une hausse des coûts des opérations de pension livrée comparativement à des opérations interbancaires en blanc analogues, ce qui réduit l'éventuel avantage d'atténuation des risques de contrepartie offert par les pensions livrées.

Transparence (données et informations)

L'IMF devrait disposer d'une base juridique et des capacités pour recueillir et publier des données portant sur les opérations et les catégories de détenteurs de titres. Un registre électronique et un DCT peuvent collecter des informations sur les opérations par titre, par catégorie de titres et par détention de titres par secteur. Ces informations peuvent être publiées électroniquement chaque jour. Elles doivent l'être sous une forme agrégée soit par les opérateurs des systèmes du DCT et de la CCC, soit par les autorités. Il s'agit du fondement de l'établissement de la transparence sur les marchés primaire, secondaire et monétaire. Il est également possible de publier des informations sur les catégories de détenteurs de titres d'État.

⁴⁸Le marché de gré à gré peut générer plus rapidement de la liquidité au moyen de la mise en pension et de la vente ferme d'un titre. Il convient de préciser que le règlement net avec les modèles DVP2 et DVP3 est plus efficace que le règlement avec le modèle DVP1, qui nécessite davantage de fonds et de titres dans le cadre du règlement brut des opérations que pour un règlement combiné.

Cadre de l'infrastructure du marché financier (IMF)

Plateforme électronique			
1) Plateformes technologiques de l'infrastructure du marché financier (cadre des systèmes d'IMF)			
<p>Objectif : Évaluer le degré de modernité et d'efficacité de l'IMF (systèmes d'adjudication, de paiement et de règlement).</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Un système d'adjudication électronique est-il utilisé pour émettre des titres sur le marché primaire ? (oui/non) 2) Existe-t-il un registre électronique ou un dépositaire des titres d'État unique ? (oui/non) 3) Les banques commerciales utilisent-elles un système électronique destiné aux paiements de montant élevé ? (oui/non) 4) La banque centrale utilise-t-elle un système de règlement brut en temps réel (RBTR) électronique et moderne ? (oui/non) 5) Existe-t-il un système électronique unique de dépositaire central de titres (DCT) et/ou de chambre de compensation centrale (CCC) utilisé pour le règlement des titres d'État ? (oui/non) 6) Existe-t-il une interface électronique entre le RBTR, les systèmes de DCT et/ou de CCC et le système d'adjudication ? (oui/non) <p>Évaluation comparative : On attribue aux pays la valeur 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux six questions. La somme des six notes détermine le stade de développement. Note : Concernant 5), en cas de morcellement du marché entre deux DCT/CCC, la note ne doit pas dépasser le stade 2 s'il n'existe pas d'interface électronique entre les deux systèmes.</p>			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0, 1	2, 3	4, 5	6
Conservation et règlement efficaces et présentant peu de risque			
2) Enregistrement des titres			
<p>Objectif : Évaluer si l'infrastructure favorise la dématérialisation des titres d'État et l'efficacité des transferts de titres entre les participants au marché. (Note : un DCT peut comprendre une fonction d'enregistrement de titres d'État.)</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Quel est le pourcentage de titres d'État émis sous forme dématérialisée ? (en pourcentage) 2) Quel est le pourcentage de titres d'État négociables, auxquels on attribue un numéro international d'identification des valeurs mobilières (ISIN)/un numéro « Committee on Uniform Security Identification Purposes » (CUSIP) ? (en pourcentage) <p>Évaluation comparative :</p>			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
100 % des titres d'État sont émis sous forme physique ou ne sont pas enregistrés.	Moins de 60 % des titres sont dématérialisés ou immobilisés.	Plus de 60 % des titres d'État sont dématérialisés.	100 % des titres d'État sont dématérialisés et ont un numéro d'identification ISIN/CUSIP ¹ .
3) Risque de compensation et de règlement (DCT et procédures manuelles de l'IMF)			
<p>Objectif : Évaluer l'efficacité des facteurs d'atténuation du risque dans les opérations sur les obligations d'État ayant lieu sur le marché secondaire (risque de contrepartie et de marché), lorsque le DCT est le principal système de DCT et de règlement pour les titres d'État.</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) La dématérialisation des titres est-elle facilitée par le cadre juridique ? (oui/non) 2) La finalité du paiement (souvent définie dans les règles du système de l'IMF) est-elle protégée par la loi ? (oui/non) 3) La finalité du paiement (souvent définie dans les règles du système de DCT) est-elle protégée par la loi ? (oui/non) 4) Le DCT propose-t-il un système de livraison contre paiement (DVP1) ? (oui/non) 5) Le règlement des paiements s'effectue-t-il par l'intermédiaire du système de paiement RBTR de la banque centrale ? (oui/non) 6) Le DCT propose-t-il un règlement J+0 (jour du règlement plus un jour) ? (oui/non) <p>Évaluation comparative : On attribue aux pays la valeur 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux six questions. La somme des six notes détermine le stade de développement.</p>			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2-3	4-5	6

(à suivre)

Cadre de l'infrastructure du marché financier (suite)

4) Risque de compensation et de règlement (CCC)			
Objectif : Évaluer l'efficacité des facteurs d'atténuation du risque dans les opérations sur les obligations d'État ayant lieu sur le marché secondaire (risque de contrepartie et de marché), lorsque la CCC est le principal système de CCC et de règlement pour les titres d'État.			
Questions clés :			
1) Le règlement des paiements s'effectue-t-il par l'intermédiaire du système de paiement RBTR de la banque centrale ? (oui/non)			
2) Les règlements nets avec modèles DVP2 et DVP3 sont-ils garantis (par un fonds de garantie, des membres, le propriétaire/des opérateurs, autres) ? (oui/non)			
3) Le montant de la garantie a-t-il fait l'objet d'un test de résistance ? (oui/non)			
4) En cas de défaillance, Le dénouement des dispositifs de règlement des opérations sur les titres d'État est-il transparent ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux quatre questions. La somme des quatre notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2	3	4
Solidité et contexte opérationnel de l'IMF			
5) Politique en matière de gouvernance et d'accès aux systèmes (de DCT et de CCC)			
Objectif : Évaluer dans quelle mesure les politiques en matière de gouvernance et d'accès au DCT et/ou à la CCC favorisent l'efficacité et la réduction des risques associés au marché des titres d'État. (On suppose que la banque centrale gère le système RBTR.)			
Questions clés² :			
1) Le cadre juridique définit-il qui peut être le propriétaire et l'opérateur du DCT, de la CCC ou des deux ? (oui/non)			
2) Le(s) propriétaire(s) du DCT et/ou de la CCC bénéficie(nt)-il(s) d'une bonne réputation ? ³ (oui/non)			
3) Le cadre juridique définit-il le rôle et les fonctions du DCT et/ou de la CCC (notamment ses fonctions connexes) en vue de soutenir le marché de gré à gré, la conservation et les fonctions de règlement des marchés d'obligations d'État ? (oui/non)			
4) Le propriétaire/l'opérateur des systèmes présente-t-il une solidité financière suffisante pour soutenir le DCT et/ou la CCC ? ⁴			
5) La structure des frais est-elle établie sur une base non lucrative/de recouvrement des coûts ? ⁵ (oui/non)			
6) La surveillance du DCT et/ou de la CCC est-elle appuyée par le dispositif juridique ? (oui/non)			
7) L'organisme de surveillance assure-t-il la responsabilisation des gestionnaires des systèmes de paiement, notamment en exigeant des rapports périodiques ? (oui/non)			
8) Les règles d'accès à l'IMF favorisent-elles l'entrée d'établissements financiers solides, en mesure d'investir dans des titres par l'intermédiaire d'une participation au DCT et/ou à la CCC ?			
9) S'agissant des investisseurs étrangers, l'adhésion directe et/ou indirecte à distance à un DCT est-elle autorisée ? (oui/non)			
Évaluation comparative : On attribue aux pays la valeur 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux neuf questions. La somme des neuf notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-2	3-5	6-7	8-9
6) Fragmentation du marché			
Objectif : Évaluer le degré de fragmentation des marchés où sont utilisés plusieurs DCT et CCC. (En cas de présence d'un seul DCT ou CCC, le stade 4 de développement est atteint.)			
Questions clés :			
En cas de multiples DCT et/ou CCC chargés du règlement des titres d'État :			
1) Les différents DCT et/ou CCC sont-ils reliés électroniquement pour les transferts de titres le jour même ou le suivant ? (oui/non)			
2) Les établissements financiers peuvent-ils accéder directement à plusieurs systèmes ? (oui/non)			
3) Plusieurs systèmes utilisent-ils le même modèle de règlement ? (oui/non)			
Évaluation comparative : Les pays sont notés comme suit : Si réponse affirmative à 1), attribuer la note 4. Sinon, attribuer 1 (oui) ou 0 (non) aux trois questions 1) à 3). La somme des notes détermine le stade de développement.			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0	1	2	3

(à suivre)

Cadre de l'infrastructure du marché financier (fin)

Marché des prises en pension											
7) Soutien de l'IMF à la liquidité											
<p>Objectif : Évaluer les services offerts par l'IMF qui favorisent la liquidité des titres et espèces.</p> <p>Questions clés⁶ :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Une opération peut-elle avoir lieu sans dépôt obligatoire préalable de fonds et/ou livraison préalable de titres ? (oui/non) 2) Le DCT et/ou la CCC proposent-ils les règlements au jour+0 ? (oui/non) 3) Le RBTR, le DCT et/ou la CCC proposent-ils des mises en pension intrajournalières ? (oui/non) 4) Le RBTR, le DCT et/ou la CCC proposent-ils les règlements d'opération de mises en pensions à un jour ? (oui/non) 5) Le DCT et/ou la CCC proposent-ils les nantissements de titres ? (oui/non) 6) Les coûts des opérations et des règlements des mises en pension sont-ils analogues à ceux des opérations en blanc ? (oui/non) <p>Évaluation comparative : On attribue aux pays la valeur 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux six questions. La somme des six notes détermine le stade de développement⁷.</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Stade 1</th> <th>Stade 2</th> <th>Stade 3</th> <th>Stade 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-1</td> <td>2-3</td> <td>4-5</td> <td>6</td> </tr> </tbody> </table>				Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4	0-1	2-3	4-5	6
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4								
0-1	2-3	4-5	6								
Transparence sur les marchés monétaire, primaire et secondaire											
8) Transparence (données et informations)											
<p>Objectif : Évaluer si l'IMF a l'autorisation et les capacités pour recueillir et publier les données sur les opérations et les détenteurs de titres.</p> <p>Questions clés :</p> <p>L'IMF dispose-t-elle d'une base juridique et des capacités pour recueillir et publier (directement ou indirectement par l'intermédiaire des autorités) des données générales sur le volume et la valeur des opérations (par titre et par catégorie d'instrument) ?</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Quotidiennement (oui/non) 2) Hebdomadairement (oui/non) 3) Mensuellement (oui/non) 4) L'IMF dispose-t-elle d'une base juridique et des capacités pour recueillir (directement ou indirectement par l'intermédiaire des autorités) des données sur les détentions de titres par secteur ? (oui/non) <p>Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux quatre questions. La somme des quatre notes détermine le stade de développement.</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Stade 1</th> <th>Stade 2</th> <th>Stade 3</th> <th>Stade 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-1</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>4</td> </tr> </tbody> </table>				Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4	0-1	2	3	4
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4								
0-1	2	3	4								

¹Hormis les titres non négociables émis par la banque centrale et les autres organismes liés à l'État.

²L'analyste devra jauger la réputation, les objectifs et la capacité financière du propriétaire du système. Le montant adéquat du capital doit dépendre de la taille et des engagements du DCT. Il doit être d'autant plus élevé si le DCT joue le rôle d'une CCC ou accorde des prêts aux participants. Le capital d'une CCC devrait correspondre à ses expositions à la défaillance de contrepartie.

³Oui, pour une banque centrale, à moins que des cas récents et évidents la décrédibilisent.

⁴La réponse est « oui » pour une banque centrale, mais il ne s'agit que d'une orientation au cas où l'ensemble des DCT/CCC sont des organismes publics. Pour les propriétaires non étatiques d'IMF, il convient d'évaluer le capital en fonction de la nature et du profil de risque de leur opération (l'IMF opère-t-elle sur le marché des actions ? L'IMF est-elle un DCT ou une CCC ? Quelles sont les garanties fournies par la société mère ?).

⁵Le recouvrement des coûts peut comprendre un rendement raisonnable sur le capital.

⁶On fait l'hypothèse qu'un accord de mise en pension peut se substituer à une facilité de prêt de titres.

⁷Le dépôt préalable de fonds et/ou la livraison préalable de titres réduisent l'efficacité du règlement et la liquidité et augmentent le coût des opérations et de la fonction de teneur de marché. Toutefois, ils réduisent le risque de règlement.

Composante 6 : Cadre juridique et réglementaire

Le cadre juridique et réglementaire d'un pays influe sur la structure, le fonctionnement et le développement des MOML⁴⁹. Lorsque l'État est l'emprunteur et l'émetteur de titres, la législation et les autres instruments juridiques (tels qu'un contrat de service financier entre l'État et la banque centrale) confèrent à l'État la capacité d'emprunter et autorisent les différentes entités publiques à opérer sur ces marchés, notamment la banque centrale de jouer le rôle d'agent de l'État. S'agissant des intermédiaires et des investisseurs, la réglementation organise les marchés primaire et secondaire de titres d'État et influe sur le rôle des différentes catégories de participants au marché.

À l'instar de tout autre marché de titres, la vocation du cadre juridique et réglementaire du marché des titres d'État est d'assurer l'équité, l'efficacité et la transparence des marchés⁵⁰. À cette fin, les cadres doivent définir et appliquer des pratiques de négoce équitables, pénaliser leur non-observation (la manipulation de marché et les opérations d'initié, par exemple) et garantir la protection des investisseurs au moyen d'une réglementation appropriée des intermédiaires dépositaires, et ce afin de protéger les avoirs des investisseurs.

Une application effective est nécessaire pour atteindre ces objectifs. Elle est tributaire de la solidité du cadre réglementaire et de surveillance, de la qualité générale du régulateur et du superviseur ainsi que des ressources et de l'indépendance de ces derniers. Il peut s'agir d'un défi majeur, en particulier dans les pays émergents et les pays en développement. Il conviendrait de réexaminer le cadre juridique et réglementaire de l'IMF et des OPC ainsi que les questions fiscales s'y rapportant à l'aune des analyses connexes dans les autres composantes⁵¹.

⁴⁹Aux fins de cette évaluation, certains problèmes réglementaires influant sur le fonctionnement des marchés de capitaux en général ne sont pas évoqués dans cette étude (la réglementation prudentielle, les systèmes internes de contrôle du risque des intermédiaires et les règles de conduite concernant les activités de négoce). La communication d'informations importantes est évoquée dans les composantes portant sur le marché primaire et le marché secondaire (les États, en leur qualité d'émetteur souverain, ne sont pas soumis à une régulation).

⁵⁰Les principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs constituent un ensemble de lignes directrices importantes pour le cadre juridique et réglementaire des marchés de titres. Leur analyse minutieuse pourrait servir à une évaluation approfondie de ces thèmes.

⁵¹Les questions juridiques relatives à la finalité du paiement et à la dématérialisation des titres sont examinées dans la composante sur l'IMF. La composante sur la base d'investisseurs examine les modalités de la contribution d'un OPC au développement d'un MOML. Les questions fiscales relatives aux opérations de mise en pension et aux comportements d'investissement à long terme sont évoquées respectivement dans la composante sur le marché monétaire et dans celle sur la base d'investisseurs.

Indicateurs des politiques publiques

Autorité chargée des emprunts⁵²

Les activités d'emprunt d'un État doivent avoir un fondement juridique. Le cadre juridique doit définir les rôles et les responsabilités des entités chargées de la gestion de la dette⁵³. Le développement des marchés de la dette intérieure est favorisé lorsque les objectifs en la matière sont précisés dans la loi. Plusieurs opérations de gestion de la dette (telles que les opérations de gestion des engagements) sont susceptibles de nécessiter des dispositions juridiques complémentaires, qui devraient prévoir, par exemple, la mise en œuvre d'un système de SVT. Idéalement, la formulation et la publication périodique d'une stratégie de gestion de la dette à moyen terme devraient être prévues par la législation, ce qui concourrait à faciliter la coordination entre les autorités chargées de la gestion de la dette et celles chargées des politiques budgétaire et monétaire.

Réglementation du marché et son application

La réglementation du marché et son application atténuent le risque de pratiques déloyales dans les activités de négoce, telles que la manipulation de marché, les opérations d'initié et la collusion. Ces pratiques tendent à fausser la formation des prix sur le marché des obligations d'État et à nuire à la confiance des investisseurs. Il faudrait que la réglementation du marché s'appuie sur une expertise et des capacités d'application appropriées, afin de suivre les activités de négoce et de mettre en œuvre les règles de conduite sur le marché.

Protection des investisseurs

Les droits des investisseurs sur les titres doivent être protégés. La ségrégation et le recensement des avoirs des clients dans les registres des dépositaires sont indispensables au maintien de la confiance des investisseurs envers les intermédiaires du marché, et ce afin d'éviter que ces derniers ne se servent de ces avoirs pour des activités de négoce pour compte propre ou pour d'autres activités d'autofinancement sans le consentement des clients. En outre, ces avoirs sont ainsi restitués à leurs propriétaires de façon ordonnée en cas de défaillance d'un intermédiaire dépositaire. Il conviendrait que l'autorité compétente vérifie régulièrement la conformité et prenne rapidement des mesures correctives le cas échéant.

Organismes de placement collectif

Un cadre juridique et réglementaire solide est essentiel au développement des OPC (fonds communs de placement et fonds d'investissement, par exemple). Les OPC étant généralement destinés à des petits porteurs, il est

⁵²Voir Awadzi (2015) pour davantage d'informations.

⁵³Les fonctions de gestion de la dette sont, dans certains cas, assurées par plusieurs institutions.

particulièrement important de garantir la protection des investisseurs. Il incombe aux gestionnaires d'OPC d'agir dans le meilleur intérêt de leurs clients. Ainsi, il conviendrait de leur fixer des normes minimales en matière d'éligibilité, de gouvernance et de conduite opérationnelle, notamment des règles régissant tant la forme et la structure juridiques du gestionnaire d'OPC que la ségrégation et la protection des avoirs de la clientèle. La communication et l'évaluation périodique aux prix courants du marché des titres détenus contribuent fortement à apporter des informations judicieuses aux investisseurs en temps utile. La valeur nette de l'actif de l'OPC détermine le prix d'achat que les investisseurs paieraient lors de leur investissement et le prix de vente qu'ils obtiendraient lors de la liquidation. Les méthodes d'évaluation des OPC devraient être réglementées et communiquées de façon appropriée aux investisseurs potentiels⁵⁴.

Cadre juridique du régime fiscal

Les obstacles fiscaux au développement du MOML doivent être recensés et, lorsque c'est possible, éliminés. Le régime fiscal constitue un élément essentiel dans les décisions d'investissement et la liquidité des MOML. Il faudrait donc que le traitement fiscal des opérations sur les marchés primaire et secondaire des titres publics soit clair et raisonnable⁵⁵. Cela nécessite généralement l'élaboration et la mise en œuvre rigoureuses de dispositions fiscales adaptées influant à la fois du côté de l'offre (c'est-à-dire le traitement fiscal des titres d'État) et du côté de la demande (c'est-à-dire l'alignement effectif et efficient du traitement fiscal entre les principales catégories d'investisseur institutionnel). L'encadré 3 résume les objectifs des dispositions fiscales sur l'offre et sur la demande⁵⁶.

⁵⁴Pour davantage d'informations, voir les principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs 24, 25, 26, 27 et 28.

⁵⁵Il devrait préciser le traitement fiscal des gains réalisés sur les ventes secondaires, et celui des opérations de mise en pension, de prêt de titres, de garanties financières et de produits dérivés.

⁵⁶Un encadré similaire et des informations complémentaires figurent dans Bossu, Hillier et Bergthaler (2020).

Cadre juridique et réglementaire

Marché primaire											
1) Autorité chargée des emprunts											
<p>Objectif : Évaluer si un cadre juridique des emprunts d'État est établi et si une stratégie de gestion de la dette est formulée et mise en œuvre.</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Le cadre juridique désigne-t-il explicitement une entité unique chargée des emprunts ? (oui/non) 2) Le cadre juridique détermine-t-il clairement les rôles et les responsabilités de l'entité chargée de la gestion de la dette ? (oui/non) 3) Le cadre juridique habilite-t-il l'entité à réaliser des opérations générales de gestion de la dette à des fins de gestion du risque (telles que des opérations de gestion des engagements) ? (oui/non) 4) Le cadre juridique impose-t-il la formulation, la révision annuelle et la publication d'une stratégie de gestion de la dette à moyen terme ? (oui/non) <p>Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux quatre questions. La somme des quatre notes détermine le stade de développement.</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Stade 1</th> <th>Stade 2</th> <th>Stade 3</th> <th>Stade 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-1</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>4</td> </tr> </tbody> </table>				Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4	0-1	2	3	4
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4								
0-1	2	3	4								
Marché secondaire											
2) Réglementation du marché et son application											
<p>Objectif : Évaluer si le cadre réglementaire interdit les pratiques déloyales dans les activités de négoce et si l'autorité de réglementation a le pouvoir et la capacité de l'appliquer.</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Existe-t-il un cadre juridique et réglementaire qui s'applique (toutes choses égales par ailleurs) aux opérations de titres d'État, afin de proscrire les pratiques déloyales (telles que la manipulation du marché, les opérations d'initié et la collusion) ? (oui/non) 2) L'autorité de réglementation compétente a-t-elle la capacité de suivre les activités sur le marché des obligations d'État ? (oui/non) 3) L'autorité de réglementation compétente a-t-elle le pouvoir et la capacité d'appliquer les règles de conduite sur le marché ? (oui/non) <p>Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux trois questions. La somme des trois notes détermine le stade de développement.</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Stade 1</th> <th>Stade 2</th> <th>Stade 3</th> <th>Stade 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0</td> <td>1</td> <td>2</td> <td>3</td> </tr> </tbody> </table>				Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4	0	1	2	3
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4								
0	1	2	3								
3) Protection des investisseurs											
<p>Objectif : Évaluer si un cadre juridique protégeant les droits de propriété des investisseurs est établi et si l'autorité de réglementation compétente a le pouvoir et la capacité de l'appliquer.</p> <p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Les intermédiaires dépositaires sont-ils soumis à des règles ayant vocation à protéger les droits de propriété des investisseurs, telles que le cantonnement et le recensement des actifs des clients ? (oui/non) 2) L'autorité de réglementation compétente a-t-elle la capacité de superviser la conformité aux règles décrites au 1) ? (oui/non) 3) L'autorité de réglementation compétente a-t-elle le pouvoir et la capacité d'appliquer les règles décrites au 1) ? (oui/non) <p>Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux trois questions. La somme des trois notes détermine le stade de développement.</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Stade 1</th> <th>Stade 2</th> <th>Stade 3</th> <th>Stade 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0</td> <td>1</td> <td>2</td> <td>3</td> </tr> </tbody> </table>				Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4	0	1	2	3
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4								
0	1	2	3								

(à suivre)

Cadre juridique et réglementaire (fin)

Base d'investisseurs			
4) Organismes de placement collectif			
<p>Objectif : Évaluer si le cadre juridique concernant les organismes de placement collectif (OPC), tels que les fonds communs de placement et les fonds d'investissement, garantit la protection des investisseurs.</p>			
<p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Le cadre juridique fixe-t-il des normes d'éligibilité, d'organisation de la gouvernance et de conduite opérationnelle concernant le gestionnaire d'un OPC ? (oui/non) 2) Le cadre juridique fixe-t-il des règles régissant la forme et la structure juridiques des OPC ainsi que le cantonnement et la protection des actifs des clients ? (oui/non) 3) Le cadre juridique exige-t-il une communication suffisante afin de garantir la protection des investisseurs ? (oui/non) 4) Le cadre juridique exige-t-il une évaluation périodique aux prix courants du marché des détentions de titres ? (oui/non) 			
<p>Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux quatre questions. La somme des quatre notes détermine le stade de développement.</p>			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2	3	4
Cadre juridique du régime fiscal			
5) La certitude et la neutralité fiscales sont essentielles aux opérations sur les marchés primaire et secondaire pour les principales catégories d'investisseurs			
<p>Objectif : Évaluer si la législation fiscale favorise le développement et l'efficacité des activités sur les marchés primaire et secondaire des obligations libellées en monnaie locale.</p>			
<p>Questions clés :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) La législation fiscale fixe-t-elle des règles explicites et appropriées en vue de déterminer le traitement fiscal des rendements des obligations d'État (tels que l'intérêt, la décote et le principal) pour les petits porteurs, les investisseurs institutionnels et les investisseurs non résidents ? (oui/non) (Voir également les composantes 1 et 3) 2) La législation fiscale fixe-t-elle des règles explicites et appropriées pour déterminer le traitement fiscal des opérations de titres d'État sur le marché secondaire réalisées par des investisseurs ? (oui/non) (Voir également les composantes 1 et 3) 3) La législation fiscale fixe-t-elle des règles explicites et appropriées concernant les OPC domiciliés dans le pays, dont le produit de l'activité est fiscalement neutre pour les investisseurs (c'est-à-dire que leur traitement fiscal est analogue ou meilleur qu'en cas d'investissement direct) ? (oui/non) 4) La législation fiscale permet-elle un alignement fiscal effectif et efficace en matière d'investissement ou de négociation d'instruments financiers entre les principales catégories d'investisseurs institutionnels ? (oui/non) 			
<p>Évaluation comparative : On attribue aux pays la note 1 (réponse oui) ou 0 (réponse non) aux quatre questions. La somme des quatre notes détermine le stade de développement.</p>			
Stade 1	Stade 2	Stade 3	Stade 4
0-1	2	3	4

Utilisation du cadre

Les questions et les indicateurs figurant dans le cadre permettent une évaluation exhaustive du stade de développement du MOML d'un pays. En répondant à toutes les questions de chaque composante, il est possible d'agréger les réponses et de déterminer le stade de développement de chacune d'entre elles. Bien qu'il paraisse judicieux d'attribuer des pondérations spécifiques dans certains cas, le cadre utilise ici une moyenne simple pour déterminer le stade de développement de chaque composante⁵⁷.

Il serait utile d'effectuer une comparaison entre les composantes d'un pays donné pour recenser les écarts dans le processus de développement du marché, ce qui fournirait des informations probantes sur les domaines à traiter en priorité. Après avoir déterminé le stade de développement de chaque indicateur, on sera en mesure d'évaluer si l'une ou plusieurs composantes accusent un retard par rapport aux autres. Cette évaluation contribuera à définir à quelles composantes il convient de porter davantage d'attention et de donner la priorité lors de la conception des réformes.

Il est également possible d'effectuer une comparaison par rapport à d'autres pays. Une fois l'évaluation de plusieurs pays effectuée à l'aide de ce cadre et après avoir établi une série de données et d'expériences plus robuste sur les pays, il sera possible d'évaluer les stades de développement de chaque indicateur pour des pays analogues à celui en cours d'évaluation⁵⁸. Cette évaluation devrait fournir des données utiles pour déterminer les domaines à améliorer, les leçons à tirer des expériences d'autres pays et les recommandations de politique publique.

⁵⁷Une fois le cadre testé en pratique, il sera possible de mieux déterminer s'il convient d'attribuer différentes pondérations à chaque indicateur pour calculer le stade final de l'indicateur. Une feuille Excel pourrait être annexée ultérieurement au cadre, afin de faciliter le calcul du stade de développement de chaque composante.

⁵⁸Il serait également possible d'améliorer le calibrage des paramètres et de déterminer les catégories de pairs appropriés.

Encadré 1. Instruments des opérations de politique monétaire de la banque centrale

Les instruments négociables dont se sert la banque centrale pour ses opérations d'absorption de la liquidité varient selon les pays. Bien que de nombreuses banques centrales aient commencé à utiliser des opérations de pension livrée pour gérer la liquidité, l'émission de titres du Trésor et de titres de la banque centrale à des fins de politique monétaire est plutôt courante. Une étude de 2013 (portant sur 125 pays) réalisée par le FMI indique que 34 % des pays émettent des titres dans ce but. Les banques centrales d'Amérique latine tendent à se servir de titres du Trésor et celles d'Asie de l'Est et de l'Europe orientale de titres émis par la banque centrale. En Afrique, les deux sont utilisés. Quelle que soit la catégorie d'instruments employée, la coordination entre la banque centrale et l'administration centrale est essentielle pour éviter une fragmentation de la dette, une concurrence inutile, des distorsions de la courbe des rendements et des coûts supplémentaires.

Le caractère approprié des instruments doit être déterminé en fonction des spécificités nationales. Les deux instruments présentent des avantages et des inconvénients, mais il convient de tenir compte de certains éléments essentiels pour orienter leur usage :

- L'encours des titres du Trésor disponible sur le marché. La capacité des banques centrales à se servir des titres du Trésor pour leurs opérations monétaires dépend en grande partie du montant de l'encours des titres du Trésor négociables, qui sont disponibles sur le marché. Certaines banques centrales passent des accords avec l'État leur permettant d'émettre ou d'emprunter des titres d'État à des fins de politique monétaire. Dans ce cas, elles peuvent se servir d'opérations de prise en pension avec l'administration centrale sans recourir à de nouvelles émissions de titres du Trésor (pratique courante dans de nombreux pays avancés).
- Fragmentation du marché. L'emploi de titres du Trésor est généralement plus propice au développement des marchés, car il permet d'éviter la fragmentation du marché. Lorsque des titres émis par la banque centrale sont utilisés, il convient de réduire au maximum les conséquences délétères de l'émission de deux instruments analogues, par exemple en ventilant les échéances (la banque centrale émet des titres à court terme et les titres du Trésor sont émis à des échéances plus lointaines) et en harmonisant la conception des titres et la méthode d'adjudication. En pratique, la ventilation des échéances est susceptible de s'avérer onéreuse pour des pays à un stade précoce de développement du marché, lorsque la demande des investisseurs se concentre sur des titres à court terme. La fragmentation peut être notable dans les pays où les besoins de stérilisation peuvent être importants et où les échéances des titres émis par la banque centrale sont allongées au moyen terme. Il est également possible d'observer des distorsions de prix en cas d'anomalie dans la formation des prix de titres identiques émis par la banque centrale et l'administration centrale.
- Autonomie des opérations de la banque centrale. L'emploi de titres émis par la banque centrale est plus évident lorsqu'il s'agit du maintien de l'autonomie des opérations de la banque centrale. L'utilisation des titres du Trésor (nouvelles émissions), dont le produit

Encadré 1. Instruments des opérations de politique monétaire de la banque centrale (*fin*)

est stérilisé en étant conservé à la banque centrale, nécessite un accord élaboré avec soin entre les deux institutions, afin de préserver le pouvoir discrétionnaire de la banque centrale sur le montant et le calendrier des émissions. Concernant les pays qui ne sont pas dotés de dispositifs juridiques et institutionnels destinés à prévenir le financement direct de l'État par la banque centrale, l'emploi des titres d'État est susceptible de brouiller encore davantage la frontière entre le financement de l'État et les opérations de marché de la banque centrale. Le produit des bons du Trésor émis par l'État pour répondre aux objectifs de politique monétaire de la banque centrale est souvent déposé sur un compte de stérilisation. En outre, il est déclaré et comptabilisé séparément des instruments du Trésor émis à des fins budgétaires.

- Observation sur les coûts. En pratique, les coûts résultant de la stérilisation se répercutent généralement sur le bilan des banques centrales, quels que soient les instruments employés. En cas d'utilisation des titres du Trésor et si la banque centrale paie en général les taux d'intérêt de marché à l'État (crédit au compte de l'État), l'incidence sur les positions de revenu nettes de la banque centrale serait alors exactement la même qu'en cas d'utilisation des titres émis par la banque centrale. Les coûts de stérilisation sont au final assumés par l'administration centrale. Dans la plupart des pays, les bénéfices de la banque centrale sont transférés à l'État, après constitution de réserves appropriées, et toute diminution des bénéfices ou des pertes de la banque centrale réduiraient les recettes présentes et futures (ou les deux) de l'État.
- Observations sur l'endettement. Les nouvelles émissions de titres d'État destinés aux opérations de la banque centrale augmenteraient le montant de la dette brute du secteur public (même si la dette publique nette des dépôts auprès de la banque centrale ne changerait pas), alors que les titres émis par la banque centrale (engagements) ne sont généralement pas considérés comme de la dette du secteur public.

Encadré 2. Principales considérations fiscales concernant les pensions livrées

- S'assurer que le transfert et la rétrocession des titres ne soient pas pris en compte dans le cas du cédant, afin d'éviter que celui-ci ne dégage une plus-value ou une moins-value imposable.
- Comptabiliser comme intérêt (ou équivalent) la différence entre le prix convenu de la pension livrée et le montant de la cession initiale, afin de mieux aligner le traitement fiscal sur la substance de l'opération de pension livrée.
- Veiller à ce que le cessionnaire soit redevable de l'impôt dû au titre des opérations de partie tiers (telles que le double nantissement ou la réutilisation).
- Clarifier le traitement fiscal des paiements sur titres empruntés, qui pourraient sinon être considérés comme l'équivalent de recettes et de paiements d'intérêts sur les titres.

Encadré 3. Dispositions fiscales portant sur l'offre et sur la demande

Objectifs du côté de l'offre	Objectifs du côté de la demande
Fiscalité des titres d'État <ul style="list-style-type: none"> • <i>Faciliter les décisions d'investissement et d'émission</i> (en accélérant le développement et en améliorant l'efficacité des marchés primaire et secondaire, par exemple). • <i>Recenser et éliminer les distorsions fiscales défavorables</i> aux investissements en titres d'État (en comparaison d'autres produits d'investissement, tels que d'autres obligations ou dépôts bancaires, par exemple). • <i>Réduire au maximum les inefficiences et les distorsions</i> (notamment la taxation des opérations financières et les obligations fiscales atypiques de parties tiers, telles que la retenue à la source). 	Fiscalité des Investisseurs <ul style="list-style-type: none"> • <i>Rendre les marchés attractifs aux yeux des investisseurs</i> (canalisation de l'épargne vers l'investissement, par exemple). • <i>Éviter de pénaliser les investisseurs</i> (en les imposant davantage que s'ils avaient investi par l'intermédiaire de dispositifs communs de placement), en prévoyant des avantages fiscaux aux investisseurs en portefeuille. • <i>Considérer les efficacités fiscales relatives</i> entre différentes possibilités d'investissement. • <i>Simplifier les dispositifs fiscaux.</i>

¹Dans un système EET, 1) les cotisations ne sont pas imposées, 2) les revenus du fonds de pension sont exonérés et 3) les prestations du fonds de pension sont taxées (les retraites et les sommes forfaitaires). En général, ce système fonctionne comme un mécanisme de report de l'impôt, l'imposition des cotisations et des revenus du fonds de pension étant différée jusqu'au versement des prestations. L'avantage d'un système EET est que l'épargne est susceptible d'augmenter à un taux plus rapide que l'épargne bancaire normale (qui dépend généralement d'un système où les dépôts sont constitués de revenus et de produits d'intérêts imposés et où les retraits ne sont pas taxés).

Partie 2. Expériences des pays : défis courants et solutions possibles

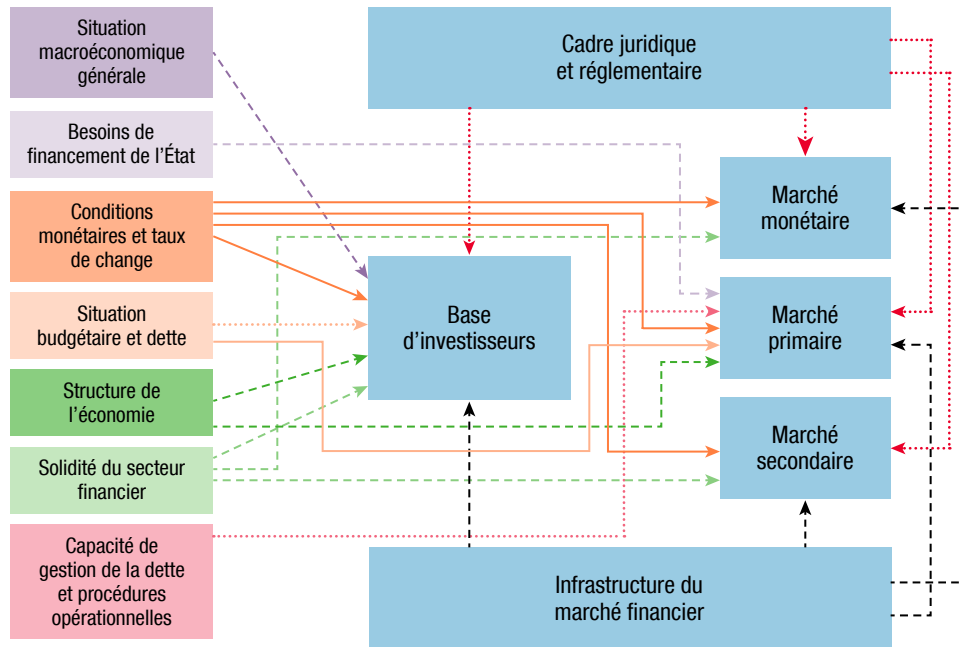
Le cadre présenté dans la partie précédente offre aux autorités nationales un guide pour la réforme de leur marché obligataire en monnaie locale, ou marché obligataire local (MOML). Les indicateurs qui y sont recensés représentent les caractéristiques essentielles des mesures conformes aux meilleures pratiques pour un bon fonctionnement des six composantes.

Toutefois, les pays rencontrent souvent des difficultés qui les empêchent d'adopter ces meilleures pratiques. Ces contraintes peuvent trouver leur origine dans une même composante ou résulter des conditions présentes dans d'autres composantes. Les composantes ne sont pas indépendantes les unes des autres, et le bon fonctionnement de l'une dépend souvent du stade de développement des autres.

Les composantes étant interconnectées, le niveau de développement (ou l'absence de développement) d'une composante reflétera probablement celui des autres. Certaines composantes sont plus fondamentales que d'autres et tendent ainsi à déterminer l'ampleur de l'amélioration enregistrée dans les autres. Ainsi, par exemple, l'infrastructure du marché financier (IMF) et le cadre juridique et réglementaire sont des composantes fondamentales qui dicteraient dans une grande mesure la composition de la base d'investisseurs et la structure des trois marchés (monétaire, primaire et secondaire). La base d'investisseurs peut engendrer des contraintes structurelles à long terme si elle est insuffisante. Le développement du marché secondaire résulte, dans une large mesure, des conditions présentes dans toutes les autres composantes. Des boucles de rétroaction entre les composantes et avec les conditions favorables renforcent leurs interrelations, illustrées au graphique 2.

Cette partie se propose de recenser les contraintes couramment rencontrées à l'échelle nationale et de donner des orientations générales pour les surmonter. Ces défis courants sont tirés de l'expérience approfondie du FMI et de la Banque mondiale en matière d'assistance technique dans ce domaine et sont corroborés par l'enquête sur les MOML, qui apporte un éclairage complémentaire sur

Graphique 2. Composantes et interconnexions des MOML



Source : services du FMI.

les préoccupations des pays (les résultats de cette enquête sont résumés à l'annexe 2). Les défis répertoriés ici sont des exemples et ne sont nullement exhaustifs. Ils sont groupés par composante et représentent les problèmes soulevés par les indicateurs décrits dans le cadre. Des exemples nationaux de résolution de ces problèmes sont donnés lorsqu'il en existe. Une analyse plus approfondie de quelques cas est présentée à l'annexe 1. Il est important de tenir compte des situations nationales et d'adapter les mesures en conséquence.

Composante 1 : Marché monétaire

Le système financier de nombreux pays émergents et pays en développement se caractérise par un excédent structurel de liquidité, une concentration ou une fragmentation du système bancaire, l'insuffisance des instruments et une infrastructure de marché inadaptée, qui tous font obstacle au développement du marché monétaire. Ces problèmes et d'autres sont analysés dans les sections qui suivent.

Difficulté à adopter un cadre monétaire fondé sur les règles du marché du fait des limites de l'espace budgétaire

Le sous-développement du marché monétaire peut être dû à l'absence de cadre opérationnel fondé sur les mécanismes de marché pour les opérations de politique monétaire de la banque centrale. Certains pays peinent à adopter un tel cadre parce qu'ils n'ont pas une marge de manœuvre budgétaire suffisante, ce qui pourrait conduire à une domination de la politique budgétaire et à la répression financière (par exemple à des contrôles sur les taux d'intérêt). L'adoption d'un cadre fondé sur les mécanismes de marché augmente les coûts (par exemple lorsque des taux d'intérêt plus élevés payés par la banque centrale peuvent se solder par des fonds propres négatifs) qui sont supportés en dernier ressort par l'État.

Solutions possibles

- Dégager un espace budgétaire suffisant pour pouvoir conduire une politique monétaire fondée sur les mécanismes de marché (exemple : Inde, voir l'annexe 1).
- Rechercher un engagement de haut niveau entre le gouvernement et la banque centrale en faveur de l'adoption d'un cadre fondé sur les règles du marché, qui reconnaisse clairement les avantages et les coûts.
- Apporter un soutien à la banque centrale si les rigidités du bilan restreignent le déploiement d'opérations de politique monétaire faisant appel aux mécanismes de marché.
- Assurer la coordination avec les réformes tendant à l'adoption sur le marché primaire d'un système de formation des prix fondé sur le marché.

Manque d'instruments appropriés pour conduire la politique monétaire

Le choix des instruments pour les opérations de politique monétaire requiert une étude attentive des arbitrages entre la fragmentation potentielle du marché et l'autonomie des opérations de politique monétaire dans le contexte politique propre à chaque pays.

Solutions possibles

- Déterminer les instruments négociables appropriés, y compris les titres souverains, compte tenu de la disponibilité des instruments, de la possible fragmentation du marché, de l'indépendance opérationnelle de la banque centrale et de la coordination entre la banque centrale et le gouvernement. Constituer des capacités opérationnelles pour les instruments répertoriés.

- Introduire le mécanisme des pensions pour les opérations de marché de la banque centrale (lorsque des titres souverains suffisants sont disponibles sur le marché) et augmenter progressivement ces opérations afin de favoriser le développement du marché des pensions (exemple : Brésil ; voir l'annexe 1).

Excédent structurel de liquidité au sein du système bancaire ayant un effet dissuasif sur l'activité du marché monétaire

Dans de nombreux pays, une période prolongée de liquidité excédentaire au sein du système bancaire a réduit les incitations pour les banques à gérer la liquidité et à intervenir sur le marché monétaire. Si la liquidité du secteur bancaire n'est pas bien gérée, et même avec un cadre fondé sur les mécanismes de marché (ciblage de l'inflation ou des taux de change), les banques centrales pourraient avoir de nombreux excédents de réserves non rémunérés (qui réduisent les incitations des banques à gérer la liquidité).

Solutions possibles

- Renforcer les capacités de gestion de la liquidité au sein des banques. Il est souhaitable que la banque centrale développe des outils pour établir des prévisions de liquidité, conduire des opérations de gestion de la liquidité au jour le jour (par exemple utiliser ces opérations pour absorber l'excédent de liquidité) et mettre en œuvre un cadre de gestion des liquidités à moyen terme, y compris la stérilisation effective des flux de capitaux (FMI, 2012). Cependant, des difficultés à augmenter les taux d'intérêt ou le coût élevé de la mise en œuvre de la politique monétaire pourraient empêcher la banque centrale de mener à bien ses opérations de gestion de la liquidité.
- L'État doit renforcer ses capacités de gestion de trésorerie et entreprendre une réforme de la gestion des finances publiques si des dépenses publiques imprévisibles contribuent à un excédent structurel de liquidité au sein du système bancaire.
- Instaurer une étroite coordination entre la banque centrale et le gouvernement (exemples : Brésil, Mexique [voir l'annexe 1], Malaisie).

Une forte concentration du système bancaire restreint le potentiel de développement de marchés monétaires actifs

Dans de nombreux pays, la forte concentration du secteur bancaire pose des obstacles structurels à l'activité des marchés monétaire et secondaire et donc à leur liquidité. Cette difficulté est plus forte pour les pays caractérisés par un système financier de taille modeste ou un secteur financier non bancaire non développé.

Solutions possibles

- Les solutions possibles sont analysées dans la section consacrée à la base d'investisseurs.

Des préoccupations soulevées par le risque de crédit des contreparties fragmentent le marché

Les systèmes bancaires fragiles s'accompagnent souvent de marchés interbancaires fragmentés dans lesquels des préoccupations relatives au risque de crédit de contrepartie contraignent les banques à ne négocier qu'avec les établissements de même rang. Cette fragmentation du marché est accentuée par l'absence d'informations adéquates et en temps utile sur les bilans bancaires.

Solution possible

- Éliminer le risque de crédit de contrepartie en développant de véritables marchés des pensions reposant sur des contrats cadres écrits qui garantissent l'accès aux actifs apportés en garantie en cas de défaut d'une contrepartie.

Difficultés à établir le marché des pensions du fait d'une structure juridique défavorable et de vides dans l'infrastructure du marché financier

Outre les obstacles structurels (forte concentration et excédent structurel de liquidité du secteur bancaire), le cadre juridique et l'infrastructure du marché financier pourraient freiner le développement du marché des pensions. De nombreux pays ont recours à des garanties désuètes, non opposables, qui ne donnent aucune assurance des droits de propriété sur l'actif apporté en garantie en cas de défaut. L'absence de système approprié de compensation avec déchéance du terme peut aussi entraîner une perte de crédibilité des opérations de pension, par exemple si une juridiction statuant sur une faillite juge que l'acheteur du titre dans une opération de pension doit restituer l'actif apporté en garantie — même sans recevoir l'argent du vendeur — et rejoindre la file d'attente des créanciers. En outre, dans certaines régions, les taux d'intérêt des pensions sont plus élevés que les taux interbancaires non garantis comparables, en dépit de l'avantage potentiel qu'apportent les pensions dans la réduction des risques de contrepartie. Dans une certaine mesure, cette anomalie pourrait refléter l'inefficience de l'infrastructure du marché financier.

Solutions possibles

- Revoir les dispositions légales relatives aux opérations de pension et déterminer si elles présentent des caractéristiques déterminantes telles que les droits de propriété sur l'actif apporté en garantie, les accords de compensation avec déchéance du terme et la flexibilité opérationnelle (exemple : Thaïlande).

- Vérifier que le marché des pensions repose sur des contrats cadres écrits et veiller à ce que le cadre juridique garantisse l'opposabilité de ces contrats, y compris, s'il y a lieu, par une réforme de la législation.
- Revoir la législation relative à la faillite et garantir l'applicabilité de la compensation avec déchéance du terme.
- Revoir et évaluer simultanément l'infrastructure de marché associée, y compris les coûts de négociation et de règlement des opérations de pension afin de garantir leur compatibilité avec ceux des opérations non garanties (voir la section consacrée à l'infrastructure du marché financier).

Absence de taux de référence à court terme

Les taux de référence à court terme sont essentiels pour le développement du marché des obligations souveraines et du marché des produits dérivés, ainsi que pour les instruments à taux variable. Leur absence complique l'établissement d'une courbe fiable des taux à court terme.

Solutions possibles

- Recueillir les données relatives aux transactions interbancaires et publier les volumes globaux et les taux d'intérêt moyens constatés sur les principales durées (exemples : à un jour, à une semaine, deux semaines, trois mois, six mois et douze mois) à la clôture du jour ouvrable suivant.
- Si le marché monétaire est illiquide, le marché des bons du Trésor peut donner des références de prix. Les bons du Trésor étant différents des produits de prêt, ils ne représentent pas le coût réel du financement des banques et sont donc des substituts imparfaits des taux de référence interbancaires. Néanmoins, en l'absence de taux de référence interbancaires, les taux des bons du Trésor pourraient au minimum fournir une valeur d'ancrage pour les anticipations de taux à court terme.

Composante 2 : Marché primaire

Les pays peuvent lisser le profil de remboursement de la dette publique en effectuant des opérations de gestion du passif (OGP), en améliorant l'émission des titres de référence et en renforçant leurs capacités de gestion de trésorerie (voir l'annexe 2). Ces questions sont liées parce que disposer de titres de référence peut conduire à d'importants rachats d'obligations, qui peuvent entraîner des flux de trésorerie significatifs autour des dates de rachat. Plusieurs pays à faible revenu et à revenu intermédiaire de la tranche inférieure ont des difficultés à créer de nouveaux instruments, et ces pays ont observé que la composition des taux d'intérêt de leurs portefeuilles pourrait être améliorée. Ces problèmes pourraient être liés à des difficultés à créer des instruments de plus longue durée.

L'État ne se comporte pas comme un preneur de prix

Des coûts d'emprunt élevés sont souvent liés à des épisodes d'instabilité macro-économique (forte inflation et dépréciation des taux de change, par exemple) ou à des événements extérieurs. Face à ce phénomène et à l'espace budgétaire limité, les États recourent souvent à des dispositions législatives qui les autorisent à emprunter à des conditions hors marché (par exemple directement auprès de la banque centrale ou d'autres investisseurs à travers la répression financière, notamment en plaçant des titres non négociables auprès d'établissements publics ou en plafonnant les taux d'intérêt lors des adjudications). Certains États pourraient aussi considérer que les prix de marché ne sont pas compatibles avec les fondamentaux nationaux ou craindre une collusion entre les intervenants du marché, ce qui les dissuade un peu plus d'être des preneurs de prix.

Solutions possibles

- Dégager un espace budgétaire suffisant pour permettre une formation des prix fondée sur le marché lors des adjudications.
- Adopter une stratégie de suppression progressive des pratiques hors marché — comme le placement de titres non négociables auprès de la banque centrale (ou d'autres investisseurs captifs) ou le plafonnement des taux d'intérêt sur les titres souverains — coordonnée avec un ajustement du cadre opérationnel de la politique monétaire (exemples : Inde, voir l'annexe 1 ; Viet Nam).
- Supprimer les appels fréquents au marché primaire et s'orienter vers les adjudications avec mise en concurrence¹.
- Instaurer des règles d'adjudication qui stimulent la concurrence et atténuent la domination excessive du marché par quelques gros acteurs. Cette mesure nécessiterait une analyse détaillée du profil de la demande et de la part de marché de chaque soumissionnaire.
- Limiter les attributions dans le cadre d'offres sans mise en concurrence afin de promouvoir une meilleure détermination des prix. Fixer de strictes limites aux placements privés, qui doivent être réservés aux circonstances exceptionnelles, et divulguer les conditions et les motifs de tout placement privé effectué.
- Fixer et appliquer des limites au financement monétaire de l'État par la banque centrale (ou l'interdire) (exemple : Inde, voir l'annexe 1 ; voir le cadre pour la base d'investisseurs pour un complément d'analyse).
- Augmenter le nombre d'établissements ayant directement accès au marché primaire afin de renforcer la concurrence et de réduire le risque de collusion sur

¹Le format de l'adjudication à prix uniforme pourrait être un choix initial, remplacé par la suite par des adjudications à prix multiples lorsque le marché primaire aura l'expérience des procédures d'appel d'offres.

le marché. Si l'accès direct est le privilège des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), garantir un accès équitable et aisé aux autres groupes d'investisseurs par l'intermédiaire des SVT. Renforcer le cadre de régulation et de contrôle du marché des titres souverains afin qu'il permette une détection rapide de tout abus de marché et l'application rapide de pénalités et de sanctions appropriées.

Les adjudications ne sont pas suffisamment compétitives

Une base d'investisseurs concentrée ou l'existence d'un ou de plusieurs investisseurs dominants peut nuire à la compétitivité des adjudications et, par suite, à la liquidité du marché secondaire. La diversification de la base d'investisseurs est indispensable pour garantir des adjudications compétitives. Toutefois, il peut être difficile de constituer une base d'investisseurs diversifiée, en particulier aux premiers stades du développement du marché ou sur des marchés de taille modeste. Les banques commerciales dominent souvent le marché primaire si la base d'investisseurs institutionnels est peu profonde, ce qui accroît le risque de collusion sur les prix. Certains marchés peuvent se caractériser par une concentration d'investisseurs individuels, même au sein du système bancaire. Dans d'autres cas, des investisseurs dominants (par exemple les fonds du système de sécurité sociale, les fonds de pension publics) peuvent être la principale source de demande de titres souverains.

Solutions possibles

- Instaurer des règles d'adjudication qui stimulent la concurrence, atténuent la domination excessive du marché par quelques gros acteurs et contribuent à la liquidité du marché secondaire.
- Déterminer s'il convient de réserver les adjudications à une sélection d'acteurs ou si la participation doit être plus large.
- Envisager les syndications pour accroître la participation des investisseurs.
- Envisager de limiter la part d'un investisseur ou d'un soumissionnaire sur le marché primaire.
- Analyser soigneusement et en continu la composition de la base d'investisseurs, le profil de la demande des investisseurs et la part de marché des soumissionnaires afin d'élaborer un cadre approprié pour les adjudications. Un examen attentif du comportement des soumissionnaires après chaque adjudication peut permettre de détecter une éventuelle collusion.
- Élargir la base d'investisseurs afin de stimuler la concurrence sur le marché primaire (voir la section consacrée à la base d'investisseurs pour un complément d'analyse).

Absence de cadre d'émission prévisible et transparent, y compris du fait de contraintes en matière de gestion de trésorerie

- Des émissions de titres à intervalle irrégulier et de montants et d'échéances inégaux engendrent une incertitude sur le marché. Ces émissions de circonstances sont souvent observées en présence de volatilité du marché et en l'absence de cadre stratégique de gestion de la dette publique. L'insuffisance des capacités de projection et de gestion des flux de trésorerie publics pour le cycle budgétaire ainsi que le manque d'instruments de gestion de trésorerie (exemples : volant de liquidité, instruments à court terme) pourraient également expliquer l'irrégularité des émissions. Dans certains pays, ce dernier problème est une conséquence des contraintes juridiques pesant sur l'utilisation des instruments à court terme. Une mauvaise communication avec les acteurs du marché pourrait aussi produire un cadre d'émission qui ne répond pas aux attentes du marché.

Solutions possibles

- Établir, publier et appliquer une stratégie de gestion de la dette à moyen terme et un plan d'emprunt annuel (exemples : Brésil, Mexique).
- Publier régulièrement un plan d'émission indiquant les dates d'émission, les montants et les échéances.
- Conduire une activité de prévision de trésorerie et une gestion active des liquidités pour renforcer les émissions, réduire le coût d'emprunt et gérer le risque de refinancement. À défaut de solides prévisions des flux de trésorerie, le gestionnaire de la dette pourrait examiner les tendances historiques des flux de recettes et de dépenses, ainsi que les informations prospectives pertinentes (exemple : Colombie).
- Constituer un volant de liquidité dans le compte unique du Trésor pour permettre une exécution régulière et prévisible du calendrier des adjudications et mieux gérer le risque de refinancement (exemples : Hongrie, Turquie).
- Autoriser l'utilisation de titres souverains à court terme (par exemple les bons du Trésor) qui offrent une flexibilité pour le financement à court terme (exemple : Inde) lorsque les besoins de financement sont fluctuants ou qu'il existe des contraintes de gestion de la trésorerie.

Coût plus élevé et demande insuffisante de titres à échéance longue

Bien que l'émission d'obligations à long terme à taux fixe atténue les risques de refinancement et allonge la courbe des taux, l'État est souvent incapable de placer ce type de titres en raison de leurs coûts élevés, notamment dans les premières phases du développement du marché. L'allongement des échéances pourrait être coûteux pour des pays dont la situation économique est instable ou qui

n'ont pas de base d'investisseurs institutionnels (non bancaires). D'autre part, des attentes irréalistes de l'émetteur concernant le prix des instruments à long terme par rapport aux considérations de coût du cycle budgétaire à court terme empêchent l'émission d'obligations à long terme. L'absence de marché secondaire actif, de pensions et de marché de produits dérivés de taux d'intérêt (par exemple contrats à terme de taux d'intérêt et swaps de taux) réduit aussi l'intérêt des investisseurs pour les obligations à long terme.

Solutions possibles

- L'émetteur (dans les premières phases du développement du marché, lorsque la crédibilité n'est pas encore établie) peut avoir à payer une prime pour émettre des titres à long terme. Une base d'investisseurs élargie et diversifiée, la transparence et la prévisibilité permettront de gagner en crédibilité et compenseront les coûts d'emprunt plus élevés. Le volume des émissions de titres à long terme dépendra en partie de l'espace budgétaire disponible pour absorber les coûts d'intérêts plus élevés.
- Les autorités de pays où persistent des anticipations de forte inflation (malgré une nette amélioration du cadre de politique monétaire) pourraient envisager d'émettre des obligations indexées sur l'inflation en quantité limitée pour permettre un allongement des échéances². Ce type de titres pourrait aider à réduire une grande partie de la prime d'échéance, ce qui ouvrirait la voie à la formation de taux de référence pour les rendements à taux fixe pour des durées comparables (exemples : Brésil, Mexique)³.
- Développer le secteur de l'épargne contractuelle afin de créer une source naturelle de demande d'obligations à long terme (exemples : Afrique du Sud, Chili, Mexique ; voir la section consacrée à la base d'investisseurs pour un complément d'analyse).
- Développer le marché secondaire en améliorant la transparence pré- et post-transaction (voir la section consacrée au marché secondaire pour un complément d'analyse).
- Développer un marché de pensions livrées utilisant les obligations à long terme comme garanties. La capacité des investisseurs à investir en obligations à long terme s'en trouvera renforcée (exemples : Malaisie, Pologne ; voir la section consacrée au marché monétaire pour un complément d'analyse).
- Développer le marché des produits dérivés de taux d'intérêt afin que les investisseurs disposent d'instruments de couverture pour leurs expositions aux obligations à long terme (exemples : Afrique du Sud, Brésil ; voir la section consacrée au marché secondaire pour un complément d'analyse).

²La même solution pourrait être appliquée pour les pays confrontés à un risque important de dollarisation financière.

³L'emploi d'instruments de type « linkers » pourrait être envisagé stratégiquement seulement si ces produits servent de signal crédible soutenant l'engagement des autorités à gérer et contenir l'inflation future.

Manque d'instruments appropriés, y compris de titres de référence, et difficultés à créer de nouveaux instruments

Plusieurs pays, notamment les pays à faible revenu, ne disposent pas d'une masse critique d'instruments de référence, cette situation tenant en partie aux préoccupations suscitées par les risques élevés de refinancement liés au remboursement en une fois à l'échéance d'une obligation de référence de montant élevé. C'est particulièrement problématique lorsque l'État a de faibles capacités de gestion de trésorerie ou lorsque la capacité à effectuer des OGP est limitée. L'absence de stock suffisant de titres de référence nuit à la liquidité du marché secondaire.

Solutions possibles

- Constituer progressivement un stock d'obligations de référence couvrant le cycle de vie d'un titre. Lors de l'assimilation d'une nouvelle émission de référence à une tranche d'emprunt antérieure, il convient d'ajuster la durée de l'émission, et donc son montant cible, de façon que le taux du coupon ne soit pas hors marché, car sa demande en pâtirait (exemples : Inde, Kenya)⁴.
- Compléter l'émission de référence et les assimilations par des OGP (rachats et remplacements) afin d'atténuer les risques de refinancement et d'améliorer la liquidité des instruments plus anciens (exemples : Afrique du Sud, Hongrie, Thaïlande). Veiller à ce que le cadre juridique et l'infrastructure du marché soutiennent les OGP (voir les sections consacrées au cadre juridique et réglementaire et à l'infrastructure de marché pour un complément d'analyse).
- Accroître le montant des adjudications pour élargir l'offre de titres négociables, ce qui permettrait une meilleure détermination des prix. Il convient de procéder avec prudence, avec une compréhension précise des préférences et des contraintes des investisseurs afin de réduire au maximum le risque d'échec des adjudications (exemple : Mexique)⁵.
- Envisager de rattacher de nouvelles échéances à des instruments à long terme si le coupon correspond encore aux conditions de marché dans le nouveau compartiment d'échéance, afin d'améliorer la liquidité des obligations anciennes (exemple : Hongrie).

⁴Bien qu'il soit possible, après un certain temps, de cesser de rattacher le titre à un titre de référence pour une échéance donnée, le gestionnaire de la dette pourrait saisir cette opportunité pour poursuivre son rattachement à une échéance différente le long de la courbe des taux.

⁵À compléter par une évaluation des résultats des adjudications portant sur le niveau de concurrence sur le marché et l'existence éventuelle d'un risque de distorsion des prix.

Absence de courbe des taux représentative, ce qui tend à produire des points de vue différents du marché et de l'État concernant les coûts de financement

La courbe des taux sert normalement de référence de prix pour l'émetteur, mais son utilité en tant que mécanisme d'orientation pourrait être limitée si le marché secondaire est peu actif. Des asymétries concernant le rendement attendu pour une certaine échéance peuvent aussi se produire si les prix offerts par les investisseurs sont peu diversifiés ou lorsqu'une catégorie d'investisseurs est dominante. Des distorsions de la courbe des taux pourraient être également observées lorsque le marché obligataire est fragmenté du fait de différences de conventions de marché, de traitement fiscal et d'éligibilité de différentes séries d'obligations au statut d'actif liquide. En outre, un portefeuille fragmenté, comprenant de nombreuses séries et un stock limité d'obligations, pourrait gêner le processus de détermination des prix.

Solutions possibles

- Introduire des titres à plus court terme afin de constituer progressivement les prix de référence sur la courbe des taux. Un programme d'émission systématique de bons du Trésor aide à ancrer la partie courte de la courbe des taux en fournissant de nouvelles références pour les durées courtes. Les émissions à court terme favorisent aussi le développement du marché monétaire⁶.
- Élaborer une politique d'émission de référence de titres souverains, en se concentrant sur les titres de référence clefs, et veiller à ce que le montant cible repère soit atteint régulièrement. L'allongement des échéances sur les principales durées doit être progressif, en s'appuyant sur les durées plus courtes qui ancrent les nouvelles échéances introduites (exemples : Géorgie, Pérou ; voir l'annexe 1).
- Des syndications pourraient permettre d'accélérer la création de titres de référence, surtout pour de nouvelles échéances ou de nouveaux types d'instruments⁷. Le placement par syndication peut permettre un montant initial d'émission plus élevé qu'une adjudication traditionnelle et apporter plus de

⁶Le programme d'émission de bons du Trésor devra ultérieurement soutenir et compléter le programme de formation des prix de référence. Des ajustements du volume d'émission de bons du Trésor peuvent être nécessaires pour tenir compte de la régularité des émissions obligataires, car les marchés tendent à absorber plus facilement les fluctuations de volume des instruments à court terme. Avec une meilleure capacité de gestion des risques de refinancement, l'assimilation des bons du Trésor peut accroître leur montant potentiel et leur liquidité, et renforcer ainsi la partie courte de la courbe des taux.

⁷Les investisseurs finaux sont attirés par les syndications parce qu'ils sont plus assurés de se voir attribuer des obligations et ont plus d'assurances que l'obligation sera liquide en raison du montant plus élevé des émissions. Les syndications permettent à l'émetteur d'avoir des informations directes sur les allocations entre investisseurs et une allocation large sur tout le spectre des investisseurs, y compris les comptes de négociation et les investisseurs à long terme. Les syndications augmentent la part des investissements en comptes de négociation par rapport aux adjudications, ce qui accroît la liquidité des obligations. Parallèlement, de strictes obligations de cotations imposées

clarté sur les prix des adjudications ultérieures tout en permettant une diversification de la base d'investisseurs. En outre, le processus du carnet de commandes de l'émission donne à l'émetteur un certain contrôle sur le prix d'émission.

- Utiliser les OGP pour réduire la fragmentation du portefeuille d'obligations souveraines.
- Standardiser l'émission de titres au moyen d'un cadre harmonisé de traitement fiscal et de conventions de paiement.

Impossibilité de conduire des opérations de gestion du passif

Dans certains pays, l'absence de conditions favorables pourrait freiner le recours aux OGP. Les obstacles courants sont l'absence de formation efficace des prix, la précarité des systèmes d'infrastructure du marché ou une mauvaise gestion de la trésorerie. Dans certains cas, le cadre juridique n'apporte pas le confort juridique pour exécuter ces opérations sans risque pour le gestionnaire de la dette.

Solutions possibles

Voir les sections consacrées au cadre juridique et réglementaire, au marché primaire (pour la gestion de trésorerie) et au marché secondaire (pour l'absence de référence de prix) pour les solutions possibles. Les OGP doivent être développées en parallèle avec l'infrastructure du marché financier.

Composante 3 : Marché secondaire

L'évolution du marché secondaire dépend étroitement du stade de développement du marché ou des autres composantes du MOML. Bien que certaines mesures des pouvoirs publics puissent accroître la liquidité du marché des titres souverains, le fonctionnement du marché secondaire dépend souvent du bon fonctionnement du marché monétaire, du marché primaire et de l'infrastructure du marché, ainsi que de la composition de la base d'investisseurs. Les difficultés rencontrées dans le développement du marché secondaire découlent généralement de problèmes de développement d'une ou de plusieurs autres composantes.

De nombreux pays émergents et pays en développement se caractérisent par un petit nombre d'investisseurs institutionnels nationaux et internationaux. La prédominance de stratégies d'achat et de conservation parmi les investisseurs peut être une contrainte. L'absence d'obligations de référence et un développement insuffisant de l'infrastructure du marché peuvent également considérablement freiner l'activité sur le marché secondaire (voir l'annexe 2).

aux SVT, qui sont habituellement habilités en tant que cochefs de file pour la syndication, contribuent à établir des prix fermes pour le titre sur le marché secondaire.

Volume insuffisant d'instruments correctement évalués qui favorisent l'activité et la liquidité et creusent la courbe des taux

De nombreux pays, en particulier les pays à faible revenu, n'ont pas assez de titres de référence, ce qui nuit à la liquidité du marché secondaire⁸. De nombreux pays sont incapables de constituer un montant suffisant de titres de référence en raison de préoccupations liées aux risques de refinancement lorsqu'une obligation de référence de montant élevé est rachetée en une seule journée, surtout si l'État a des capacités de gestion de trésorerie insuffisantes et une capacité limitée à effectuer des OGP. De plus, si les titres ne sont pas aux prix du marché, il sera difficile de former une courbe des taux représentative (voir la section consacrée au marché primaire pour un complément d'analyse).

Solutions possibles

- Réduire la fréquence des adjudications et constituer un stock important d'obligations de référence soutenu par une solide capacité de gestion de trésorerie. Ces mesures peuvent être particulièrement utiles aux pays dont le marché secondaire est en formation.
- Adopter des prix fondés sur le jeu du marché accompagnés d'émissions transparentes et prévisibles (voir la section consacrée au marché primaire pour un complément d'analyse).

Des adjudications trop fréquentes suppriment l'incitation à négocier des investisseurs

Les pays qui conduisent des adjudications trop fréquentes tendent à diminuer les incitations à négocier. Si des titres sont proposés régulièrement sur le marché primaire, les intervenants du marché ont moins d'incitations à rechercher ces titres sur le marché secondaire.

Solution possible

- Espacer les adjudications (voir la section consacrée au marché primaire).

⁸Le montant minimum de lignes de titres nécessaire pour favoriser la liquidité est propre au marché et dépend de la fraction du volume de titres en circulation qui risque d'être conservée dans les portefeuilles de négociation et de leur statut d'obligations de référence récentes. D'autre part, il peut être influencé par les limites internes que les investisseurs institutionnels peuvent fixer sur la proportion du volume en circulation d'un titre ou les exigences de montant minimum pour un titre qui peut être négocié sur un système de négociation électronique (par exemple Euro MTS). À l'extrême, le montant minimum pourrait être déterminé de façon à atteindre le seuil requis pour intégrer les indices obligataires mondiaux.

Domination des stratégies d'investissement consistant à acheter et à conserver les titres

La prédominance de stratégies d'achat et de conservation des titres peut découler de multiples facteurs. Les aspects directement liés à la base d'investisseurs comprennent une forte concentration du système bancaire et des cadres réglementaires générateurs de distorsions (voir la section consacrée à la base d'investisseurs pour un complément d'analyse).

Solutions possibles

- Établir des cadres réglementaires propices à l'activité tout en remédiant aux contraintes structurelles éventuelles (par exemple forte concentration du système bancaire ; voir la section consacrée à la base d'investisseurs pour un complément d'analyse).
- Coordonner avec la réforme du marché primaire. La réforme de la base d'investisseurs pourrait avoir un effet plus sensible si elle est précédée de l'adoption de taux d'émission liés au marché qui transforment les investissements captifs en investissements volontaires (exemple : Malaisie).
- Accroître la transparence en publiant une courbe des taux quotidienne et une liste des titres négociés. De nombreux investisseurs ne vendent pas leurs avoirs en raison de l'opacité des prix.

Un marché monétaire inactif réduit les incitations à négocier

Sans marché monétaire actif, il est difficile de développer le marché secondaire. L'absence de cadre opérationnel fondé sur le jeu du marché pour la politique monétaire engendre une forte volatilité des taux d'intérêt à court terme, qui accroît l'incertitude pour les investisseurs et crée un obstacle à l'activité de négociation. Les difficultés qui découlent du marché monétaire, telles qu'un excédent structurel de liquidité dans le secteur bancaire, peuvent freiner le développement d'un marché secondaire liquide. En outre, un marché des pensions sous-développé fait obstacle à l'activité de tenue de marché.

Solution possible

Adopter un cadre opérationnel fondé sur le marché pour la politique monétaire, soutenu par des capacités suffisantes de gestion de la liquidité. Établir un cadre juridique favorable et une infrastructure du marché financier qui soutient le marché des pensions (voir la section consacrée au marché monétaire pour un complément d'analyse).

Une insuffisance des capacités des intermédiaires en matière de tenue de marché nuit à la liquidité du marché

Il est difficile de maintenir un système de SVT efficace, surtout dans les pays dont le marché est récent. Sans marché secondaire actif (y compris le marché des pensions et celui des dérivés de taux d'intérêt), les SVT ont des difficultés à générer une activité rentable de teneur de marché. En général, un système de SVT n'est pas réalisable dans les pays dotés d'un petit nombre d'établissements financiers, car il est difficile d'établir des dispositions efficaces entre contrepartistes et courtiers pour faciliter les opérations sur le marché secondaire, et l'émetteur est exposé au risque de collusion des SVT.

Solutions possibles

- Les pays qui ont un système de SVT devraient calibrer les obligations de ces opérateurs au fur et à mesure du développement du marché afin qu'elles soient proportionnées au stade de développement du marché et équilibrées par rapport aux privilèges accordés. Une évaluation régulière sera nécessaire pour conserver les SVT les plus performants et remplacer ceux qui ne respectent pas les règles par de nouveaux entrants (exemple : Malaisie [voir l'annexe 1] ; Pologne).
- Créer un environnement favorable aux activités de tenue de marché en développant le marché des pensions, de prêt de titres et de dérivés de taux et en autorisant la vente à découvert de titres à des fins de tenue de marché (exemple : Thaïlande)⁹.
- Un système de SVT pourrait commencer par un monopole unique (habituellement un courtier) ou un petit nombre de SVT lorsqu'il n'y a pas de marché secondaire actif et que les volumes négociés sont faibles. Dans ce cas, il faudrait autoriser d'autres établissements financiers à négocier et à devenir SVT au fil du temps. Au fur et à mesure du développement du marché, le courtier pourrait être fusionné au sein d'un réseau plus large de SVT (exemple : Inde).
- Un système de fixing ou une agence d'adjudication fondée sur les ordres pourrait être plus efficace qu'un système de SVT pour les pays qui comptent un petit nombre de négociants bien capitalisés.
- Des facilités de prêt (ou de pension livrée) de titres en dernier ressort offertes par les directions ou agences de gestion de la dette ou les banques centrales

⁹Autoriser la vente à découvert pour soutenir la liquidité du marché et l'efficacité de la formation des prix, et permettre une meilleure gestion des risques. Cependant, la crainte que l'absence systématique de restriction aux activités de vente à découvert engendre des fraudes, des abus ou des collusions susceptibles de menacer la stabilité du marché pourrait imposer aux autorités d'interdire les ventes à découvert non couvertes, ce qui tendra à réduire la liquidité des obligations sur le marché au comptant. Il sera particulièrement important d'autoriser les SVT à vendre à découvert pour soutenir leur activité de tenue de marché.

peuvent efficacement soutenir l'établissement d'un cadre de tenue de marché, ce qui réduit le coût de la tenue de marché (car de moindres stocks sont requis), et assurent aux teneurs de marché qu'ils peuvent effectuer leurs opérations sans difficultés.

Manque de transparence sur le marché secondaire

Avec la domination des opérations de gré à gré, la plupart des pays sont confrontés à une transparence insuffisante des activités sur le marché secondaire. L'absence d'informations pré-négociation transparentes fait obstacle à l'activité de négociation. Les autorités ont souvent des difficultés à dresser un tableau complet des activités du marché secondaire.

Solutions possibles

- Renforcer et rationaliser la transparence pré-négociation sur le marché de gré à gré par une plateforme de négociation électronique qui permet aux contrepartistes de se proposer des prix les uns aux autres afin qu'ils soient disponibles en temps réel et soutiennent l'activité entre eux (exemple : Corée).
- Exiger que les négociants d'obligations souveraines déclarent leurs opérations (prix et volumes) à une agence centralisée ou à un dépositaire central désigné (par exemple à la fin de la journée ouvrable). Recueillir des informations sur les transactions auprès du dépositaire central de titres (DCT) et publier les volumes globaux de transactions ainsi que les rendements ou les prix moyens. Donner accès aux informations qui en résultent à tous les intervenants du marché par le biais d'une plateforme de négociation ou d'une bourse et au grand public sur des sites d'informations sur les obligations. Suivre le respect des exigences de déclarations et imposer des sanctions en cas de non-respect (exemple : Malaisie).
- Faciliter la cotation des obligations souveraines à la bourse locale tout en gardant à l'esprit que des exigences trop strictes pourraient nuire à une activité efficace (voir la section consacrée au cadre juridique et réglementaire).
- Publier des statistiques quotidiennes de volume d'activité et le prix négocié le plus récent.
- Publier une courbe journalière des taux du marché.
- Envisager l'établissement d'un indice obligataire (par exemple par la bourse) afin d'accroître la transparence.
- Promouvoir le développement du marché des produits dérivés. Une forte activité sur les contrats à terme à court terme bénéficiera au segment long de la courbe des taux en aidant à fixer le prix des swaps de taux d'intérêt. Plusieurs pays ont tenté de régler le problème de l'absence de taux de référence en développant des taux de référence interbancaires (exemples : Afrique du Sud, Brésil).

Composante 4 : Base d'investisseurs

Les pays à faible revenu pourraient rencontrer des difficultés à développer leur base d'investisseurs institutionnels (voir l'annexe 2).

Forte concentration du secteur bancaire

Une forte concentration du secteur bancaire nuit à l'activité et donc à la liquidité des marchés monétaire et secondaire. Cette difficulté est plus forte pour les pays qui ont un système financier de taille modeste ou un secteur financier non bancaire non développé.

Solution possible

- En général, favoriser la concurrence contribue à l'efficacité du secteur financier. La surveillance du secteur financier doit être renforcée afin de prévenir les prises de risques excessifs et de gérer les risques pour la stabilité financière.

Manque d'investisseurs institutionnels

L'absence d'une base d'investisseurs institutionnels diversifiée réduit la capacité de l'État à allonger les échéances. Dans de nombreux pays, la couverture des régimes de retraite est insuffisante et, de ce fait, le secteur de l'épargne contractuelle est inexistant¹⁰. De nombreux pays ayant un système financier dominé par les banques, des politiques volontaristes sont nécessaires pour diversifier le secteur financier et développer d'autres types d'investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurance et les fonds communs de placement. Dans les pays en développement, les fonds communs de placement peuvent conforter le développement du marché parce qu'ils assurent une gestion professionnelle de l'épargne des particuliers et attirent les personnes physiques vers le marché des obligations souveraines ; d'autre part, ils tendent à investir dans des échéances diversifiées.

Solutions possibles

- Réfléchir à l'élaboration d'une stratégie d'expansion du secteur de l'épargne contractuelle et instaurer une fiscalité favorable (voir aussi le cadre juridique et réglementaire pour un complément d'analyse).
- Faciliter le développement des organismes de placement collectif qui peuvent investir dans des titres souverains. Introduire un cadre juridique et réglementaire visant à mieux protéger les investisseurs.

¹⁰Les régimes de retraite et fonds de prévoyance publics qui adoptent un modèle par répartition (qui n'est pas capitalisé) ne contribuent pas à la demande de titres souverains.

- Réfléchir à la viabilité et à l'utilité d'un recours aux nouvelles technologies financières pour faciliter l'accès des investisseurs particuliers aux marchés des titres souverains.

Manque de produits financiers répondant aux besoins des investisseurs

Certains pays ont d'importants investisseurs institutionnels (fonds de pension ou fonds souverains) qui investissent principalement dans des actifs étrangers, cette situation tenant en partie à l'absence de produits financiers adaptés sur le marché national. Par exemple, un éventail d'instruments inadapté (trop d'émissions de bons à court et moyen terme) pourrait engendrer une asymétrie entre actif et passif pour certains investisseurs institutionnels (par exemple les secteurs de la retraite et de l'assurance-vie) dont le passif se caractérise par une structure à long terme.

Solutions possibles

- Renforcer la fonction de gestion des relations avec les investisseurs afin de mieux déterminer les préférences et les contraintes des investisseurs potentiels. Réfléchir à la demande potentielle lors de l'élaboration du plan de financement. Veiller à ce que les investisseurs institutionnels aient accès aux titres souverains soit directement par les adjudications, soit par l'intermédiaire des SVT (teneurs de marché).
- Émettre progressivement des obligations à long terme pour répondre aux besoins des investisseurs institutionnels, sans perdre de vue l'arbitrage entre risques et coûts (exemples : Hongrie, Thaïlande).

Comportement des investisseurs tendant à acheter et conserver les titres accentué par un cadre réglementaire générateur de distorsions

Le comportement des investisseurs tendant à conserver les titres achetés pourrait être accentué par un cadre réglementaire générateur de distorsions. Des traitements fiscaux différenciés en fonction des instruments peuvent générer des distorsions sur le marché. Les retenues à la source, les taxes sur les transactions et les impôts prélevés sur le coupon (mais non au prorata de la durée de conservation de l'obligation par l'investisseur) peuvent freiner l'activité sur le marché secondaire. Des obligations trop strictes en matière de liquidité et l'obligation de détenir des titres souverains peuvent aussi avoir un effet désincitatif sur l'investissement.

Solutions possibles

- Veiller à la neutralité de la fiscalité sur les investissements financiers et éviter de taxer les transactions (voir le cadre juridique et réglementaire pour un complément d'analyse).

- Revoir la réglementation de la liquidité applicable aux banques et aux autres établissements financiers. Déterminer si les titres souverains sont traités comme des quasi-espèces et si les ratios de liquidité imposés sont trop élevés. En général, la capacité des banques à gérer la liquidité se renforcera au fil du développement du marché obligataire, ce qui permettra d'alléger progressivement la réglementation sur la liquidité.
- Lorsque la base d'investisseurs d'une économie parvient à maturité, alléger progressivement toute obligation d'investissement pour les titres souverains pouvant avoir une incidence sur les fonds de pension et les compagnies d'assurance.
- Autoriser les investisseurs institutionnels à racheter (ou, à défaut, à prêter) des titres aux SVT pour les besoins de la tenue de marché, afin d'améliorer l'activité de négociation.

Déterminer la balance coûts-risques de la participation d'investisseurs étrangers

Le degré approprié de participation des investisseurs étrangers sur un marché obligataire local est difficile à déterminer, et il faut considérer tout à la fois les avantages et les risques. Les pays où les conditions ne sont pas favorables au développement du marché local peinent souvent à attirer les investisseurs étrangers. Ceux-ci tendent à préférer les marchés obligataires locaux dont la taille, la liquidité et la profondeur sont suffisantes. La présence d'un marché liquide de produits dérivés de taux de change pour couvrir les risques de change peut aussi attirer les investisseurs étrangers. Néanmoins, les pays peuvent commencer à accueillir de fortes entrées de capitaux avant que la profondeur et la liquidité du marché obligataire local soient établies, ce qui accroît le risque, pour la stabilité financière, d'un retrait brutal des flux de capitaux.

Solutions possibles

- Évaluer l'intérêt potentiel des investisseurs étrangers en examinant le niveau général de développement du marché obligataire local (y compris l'existence d'un marché de couverture du risque de change) et les fondamentaux macro-économiques. Simplifier la procédure d'agrément des investisseurs, supprimer les obstacles fiscaux et améliorer l'accès aux dépositaires centraux de titres et à des dispositifs de conservation plus efficaces (exemples : Malaisie, Pérou ; voir l'annexe 1).
- Permettre une augmentation progressive de la participation des investisseurs étrangers sur le MOML, si les conditions sont jugées appropriées. Les pays peuvent réduire la durée minimale de conservation des titres pour les investisseurs étrangers une fois que la base locale d'investisseurs est suffisante pour compenser les possibles retraits de capitaux (exemple : Mexique).

- Réfléchir à la possibilité d'émettre des certificats représentatifs de titres de dette libellés en monnaie locale (global depository notes ; exemples : Costa Rica, République dominicaine).

Composante 5 : Infrastructure du marché financier (IMF)

Le risque opérationnel est un obstacle majeur au développement de l'IMF dans les pays à faible revenu et à revenu intermédiaire. De nombreux pays ont établi des exigences opérationnelles complexes pour les transactions de marché, la consignation et le règlement, tandis que d'autres recourent encore aux traitements manuels. L'existence de plusieurs dépositaires centraux de titres fragmente le marché, tandis que le manque de capacités du personnel est aussi un problème dans les pays à faible revenu et à revenu intermédiaire (voir l'annexe 2).

Difficultés à établir une IMF efficace et économique qui corresponde au stade de développement du marché

Il est difficile d'établir des systèmes d'IMF à la fois efficaces et économiques. En fonction de la taille et du stade de développement du marché, les pays devraient étudier comment établir les systèmes de l'IMF, en tenant compte des coûts d'établissement élevés.

Solutions possibles

- Établir un diagnostic de l'IMF actuelle par rapport aux principes de l'infrastructure du marché financier et déterminer où il convient d'introduire de bonnes pratiques.
- Communiquer avec les principales parties prenantes afin de définir leurs besoins (fonctionnalités et services) et de soutenir le développement du marché.
- Établir un modèle opérationnel comprenant les fonctionnalités de base et déterminer les exigences minimales de service.
- Appliquer une procédure de mise en concurrence et sélectionner un système approprié d'IMF.
- Les petits pays ont intérêt à effectuer une analyse coûts-avantages de l'investissement dans des systèmes électroniques intégrés par rapport à une procédure manuelle.
- Déterminer s'il est possible d'utiliser les technologies financières pour accroître l'efficacité de l'infrastructure de marché.

Difficultés de transition vers la dématérialisation des titres

Certains pays ne parviennent pas à engager le processus de dématérialisation des titres en raison de contraintes juridiques ou de capacités insuffisantes pour le faire. Un manque d'intérêt de la part des investisseurs pourrait aussi compliquer une dématérialisation totale (100 % des instruments négociables), en dépit de ses avantages potentiels pour le marché.

Solutions possibles

- Introduire une loi soutenant la dématérialisation des titres. La loi doit reconnaître la propriété des titres par le solde créditeur des comptes titres (tenus sous forme électronique) plutôt que par un titre physique.
- Faire une analyse des différences des risques et de l'efficacité des dispositifs d'enregistrement et de conservation en place par rapport aux bonnes pratiques. En fonction de cette analyse, décider si l'introduction d'un nouveau système ou la mise à niveau du système en place comblerait les différences.
- Proposer une procédure de transition efficace et économique (des titres physiques aux titres dématérialisés) et des incitations à accélérer la procédure de dématérialisation totale.

Un cadre juridique insuffisamment clair accroît les risques de règlement

Les dispositions légales applicables à la finalité du paiement et au transfert de propriété des titres ne sont pas claires dans certains pays, ce qui engendre un risque que les tribunaux qui traitent des sujets de faillite passent outre les opérations de marché. Un cadre juridique insuffisamment clair accroît les risques de règlement, ce qui freine l'activité de négociation.

Solution possible

- La loi doit clairement définir la finalité du paiement et le transfert du droit de propriété sur les titres et régler tout conflit potentiel avec les procédures de faillite.

Segmentation du marché due à de multiples DCT

L'existence de multiples DCT (en général, l'un étant géré par la banque centrale et les autres par des opérateurs privés) pose des difficultés à certains pays. Elle segmente le marché, accroît les coûts et l'inefficacité du transfert de titres et freine l'activité de marché.

Solutions possibles

- Engager une consultation des principales parties prenantes du marché des titres souverains et du marché des capitaux afin de déterminer s'il est possible de gérer un système d'IMF unique et bien intégré.
- Promouvoir l'accès ouvert aux systèmes de règlement, développer des passerelles électroniques performantes et économiques pour le transfert de titres entre les systèmes, encourager le partage des données sur l'activité de marché et veiller à ce que tous les systèmes soient compatibles avec les mêmes modèles de règlement (exemple : Géorgie ; voir l'annexe 2) dans la période intermédiaire de transition entre un système de DCT multiple à unique.

Absence d'infrastructure de marché sous-tendant le marché des pensions

Certains pays n'ont pas l'infrastructure de marché requise pour le marché des pensions, et les conditions ne sont pas favorables à la liquidité du marché.

Solutions possibles

- Lorsqu'il existe un marché des pensions, déterminer si le système d'IMF offre les fonctionnalités clés comme « la livraison contre paiement Jour J » (qui soutient la gestion de liquidité des banques, de la banque centrale et de l'entité de gestion de la dette), le règlement des deux branches de l'opération de pension aux dates de règlement respectives et la substitution des titres en vertu du contrat de pension.
- Lorsque le système de pensions n'existe pas encore, instaurer des procédures et des contrôles et introduire une fonctionnalité du système pour traiter les prêts garantis le Jour J. Les pays dont les marchés sont en développement pourraient privilégier l'établissement d'une procédure manuelle si les coûts d'introduction d'un marché électronique sont trop élevés.

Manque de transparence

Dans certains pays, l'IMF (la banque centrale ou une autre institution) n'a pas le pouvoir (ou la base légale) pour collecter les données sur les transactions auprès des intervenants du marché. Sur les marchés de taille modeste ou sous-développés, les préoccupations relatives à la confidentialité dissuadent la divulgation de l'activité de marché.

Solutions possibles

- Veiller à ce que l'IMF dispose des pouvoirs légaux pour exiger des établissements financiers qu'ils déclarent quotidiennement leurs données sur les

transactions. Déterminer les données et les informations à publier à l'issue d'une étroite consultation avec les acteurs du marché et les autorités de régulation.

- L'IMF doit pouvoir fournir des données agrégées et ventilées des titres souverains détenus par catégorie d'investisseurs.

Accès limité des investisseurs aux fonctions de DCT et de CCC

Un accès insuffisant à l'IMF freine le développement de la base d'investisseurs. Les investisseurs étrangers qui souhaitent accéder au marché local seraient contraints de passer par l'intermédiaire d'un DCT étranger, et il serait coûteux pour le pays d'établir ces liaisons.

Solutions possibles

- Développer la politique d'accès de l'IMF en concertation avec la banque centrale, l'entité de gestion de la dette et les autorités de régulation.
- Les autorités pourraient envisager de fournir aux investisseurs étrangers un accès direct à l'IMF nationale pour les marchés dont le développement est bien avancé. Les autorités doivent soigneusement évaluer le rapport coûts-avantages de l'établissement des liaisons avec un DCT étranger, y compris en ce qui concerne les risques et les mesures d'atténuation des risques (exemple : Mexique).

Difficultés à évaluer et à garantir une bonne gouvernance de l'IMF

Les autorités rencontrent souvent des difficultés à évaluer les dispositifs de gouvernance de l'IMF, ses services et sa surveillance de manière mesurée par rapport aux bonnes pratiques.

Solutions possibles

- Procéder à une évaluation complète de l'IMF actuelle sur la base des principes de la méthodologie d'évaluation de l'infrastructure du marché financier,
ou
- Évaluer de manière sélective les aspects prioritaires qui requièrent de bonnes pratiques. Ces aspects pourraient être les suivants :
 - Transparence des opérations
 - Compétences requises et contrôle approprié
 - Objectif de DCT et de CCC
 - Risques opérationnels et commerciaux, capacité financière pour absorber les pertes consécutives

- Rapprochement régulier entre les registres du système et ceux du ministère des Finances
- Audits opérationnels réguliers
- Plans de continuité d'activité et de reprise après catastrophe
- Réseau de communication et matériel du système à la fois sécurisé et résilient

Composante 6 : Cadre juridique et réglementaire

L'expérience récente en matière d'assistance technique a permis de répertorier plusieurs défis courants liés au cadre juridique et réglementaire¹¹. Les aspects juridiques et réglementaires qui affectent principalement le marché des pensions et les investisseurs (banques, investisseurs institutionnels et investisseurs étrangers) ont été analysés dans les sections précédentes.

Absence de base légale pour la conduite d'opérations appropriées de gestion de la dette

Dans certains pays, le cadre légal ne donne pas aux autorités chargées de la gestion de la dette la flexibilité dont elles ont besoin pour conduire les opérations nécessaires de gestion de la dette. Des dispositions légales limitent certaines opérations comme les rachats et les échanges de dette. Le cadre légal peut aussi restreindre les conditions dans lesquelles ces transactions peuvent être effectuées (par exemple limitations des prix, restrictions budgétaires). Souvent, le manque de clarté des dispositions légales engendre des risques juridiques et empêche le gestionnaire de la dette d'effectuer les opérations nécessaires.

Solutions possibles

- Si c'est compatible avec le cadre juridique général, veiller à ce que la loi accorde au gestionnaire de la dette la latitude nécessaire pour définir rapidement les prix, les instruments et le type de transactions à entreprendre afin d'éviter des mouvements indus du marché pendant la procédure de prise de décision tout en instaurant un système de redevabilité approprié.
- Dans les pays où il existe une ambiguïté sur la compétence du gestionnaire de la dette pour entreprendre des OGP et jusqu'à ce qu'une réforme du droit soit possible, le gestionnaire de la dette peut chercher à clarifier autant que possible ces compétences dans la législation subsidiaire ou demander des avis juridiques à l'autorité compétente.

¹¹La récente enquête du FMI et de la Banque mondiale (annexe 2) ne comportait pas de questions relatives à cette composante.

De strictes exigences posées au recours aux intermédiaires font obstacle à des activités de négociation efficaces et économiques

Dans certains pays, les transactions sont obligatoirement effectuées par l'intermédiaire de négociants ou de courtiers (intermédiaires de marché), et les transactions bilatérales ne sont pas autorisées, même entre investisseurs institutionnels. Souvent, ces exigences visent à protéger les intermédiaires ou à développer un système de négociants. Cependant, elles peuvent accroître le coût des transactions et freiner le développement du marché secondaire. D'autre part, certains pays obligent à réaliser toutes les opérations sur le marché réglementé. Bien que ces règles visent souvent à accroître la transparence, elles pourraient décourager la participation des investisseurs, en particulier si les commissions de courtage et les frais de bourse ne sont pas négligeables.

Solutions possibles

- Veiller à ce que le cadre juridique appliqué aux intermédiaires financiers concilie la transparence, le rapport coût-efficacité et la réduction des risques, compte tenu du stade de développement du MOML. Dans les premières phases de développement, des exigences strictes risquent d'être contre-productives.
- Prendre d'autres mesures pour répondre aux préoccupations de transparence, comme le renforcement des obligations déclaratives des négociants. Une réglementation du marché interdisant les pratiques de négociation déloyales peut être également utile, accompagnée d'un système de surveillance.
- Permettre et faciliter les transactions sans recours aux intermédiaires en définissant un corridor de prix en dehors duquel les transactions seraient annulées, ce qui protégerait les investisseurs moins avertis de prix abusifs ou trompeurs.

Cadre juridique inadapté pour la taxation

Dans de nombreux pays, les règles régissant le traitement des titres souverains nationaux sont inadaptées, ce qui engendre des obstacles fiscaux significatifs au développement et au bon fonctionnement de MOML primaires et secondaires. La fiscalité ne fournit pas nécessairement la sécurité pour toutes les transactions réalisées sur le marché primaire et secondaire pour toutes les classes d'investisseurs.

Solutions possibles

- Les pays devraient 1) réaliser un diagnostic de leur fiscalité afin de déterminer les obstacles possibles et insuffisances concernant le traitement des MOML et 2) élaborer et conduire les réformes fiscales nécessaires pour diminuer ces

Encadré 4. Aspects fiscaux à régler

Questions de fiscalité concernant l'offre	Questions de fiscalité concernant la demande
<p>Taxation des titres souverains</p> <p>Marché primaire Traitement des rendements (intérêts et escompte, par exemple)</p> <p>Marché secondaire (important pour la couverture, la liquidité, etc.) Taxation des gains (par exemple sur les ventes), y compris les montants de ventes imputables aux intérêts courus (souvent traités comme des intérêts si les gains bénéficient d'un traitement fiscal avantageux par rapport aux plus-values) Taxation des opérations de pension (voir encadré 1.2) Taxation des prêts de titres (considérations analogues aux pensions) Traitement des garanties financières (considérations analogues aux pensions) Taxation des dérivés (tendance croissante à l'évaluation aux prix du marché)</p>	<p>Les investisseurs qui doivent être pris en compte sont les suivants :</p> <p>Organismes de placement collectif : les règles fiscales doivent être attractives et neutres pour les investisseurs (canaliser l'épargne vers l'investissement, ne pas placer les investisseurs dans une situation moins favorable que s'ils avaient investi directement), mais elles doivent aussi envisager le traitement de l'activité de gestion d'investissement afin d'encourager la gestion locale des organismes de placement collectif.</p> <p>Fonds de pension : système de type EET ou autre¹.</p> <p>Compagnies d'assurance (vie et générale) : évaluer le traitement fiscal et la neutralité de l'épargne à long terme constituée sous forme de polices d'assurance-vie par rapport aux autres options d'investissement.</p> <p>Autres investisseurs, y compris les investisseurs locaux (par exemple établissements financiers) et étrangers (entreprises publiques, family offices, etc.).</p>

¹Dans un système EET (exonération/exonération/taxation), 1) les cotisations ne sont pas imposées, 2) les revenus des fonds de pension sont exonérés, et 3) les distributions réalisées par les fonds de pension sont taxées (pensions et sortie en capital). Ce système fonctionne habituellement comme un système de différé, l'impôt sur les cotisations et le revenu des fonds de pension étant différé jusqu'à la distribution. L'avantage d'un système EET est que l'épargne peut croître plus rapidement qu'avec une épargne bancaire normale (qui fonctionne généralement suivant un système taxation/taxation/exonération, avec des dépôts constitués de revenus imposés, des produits d'intérêts taxés et des retraits non taxés).

obstacles et insuffisances afin que leur fiscalité soit conforme aux bonnes pratiques internationales et demeure compétitive. Les mesures législatives à prendre dépendront en dernier ressort de la tradition juridique de chaque pays et des dispositions fiscales en place, y compris des paramètres de politique budgétaire et fiscale. L'encadré 4 donne des orientations générales sur le périmètre des aspects du traitement fiscal à régler par le cadre fiscal pour chaque catégorie d'investisseurs du point de vue de l'offre (traitement des titres souverains eux-mêmes) et de la demande (traitement fiscal pour les investisseurs institutionnels clés ; exemple : Géorgie ; voir l'annexe 1).

- Il convient de réfléchir aux modalités juridiques relatives à l'émission et à la négociation des obligations souveraines en monnaie locale et aux IMF associées, sachant qu'un cadre fiscal intégré doit être cohérent avec l'infrastructure juridique générale du pays. Ainsi, par exemple, dans le contexte de la facilitation des investissements étrangers, il devient souvent nécessaire d'accorder des concessions ou des exonérations de retenue à la source sur les intérêts et de taxe sur les plus-values concernant les rendements et les gains sur les titres souverains en monnaie locale conformes aux pratiques internationales courantes afin d'établir les liens d'investissement indispensables entre les MOML et les IMF internationales.

Partie 3. Conception de plans de réforme du marché obligataire en monnaie locale

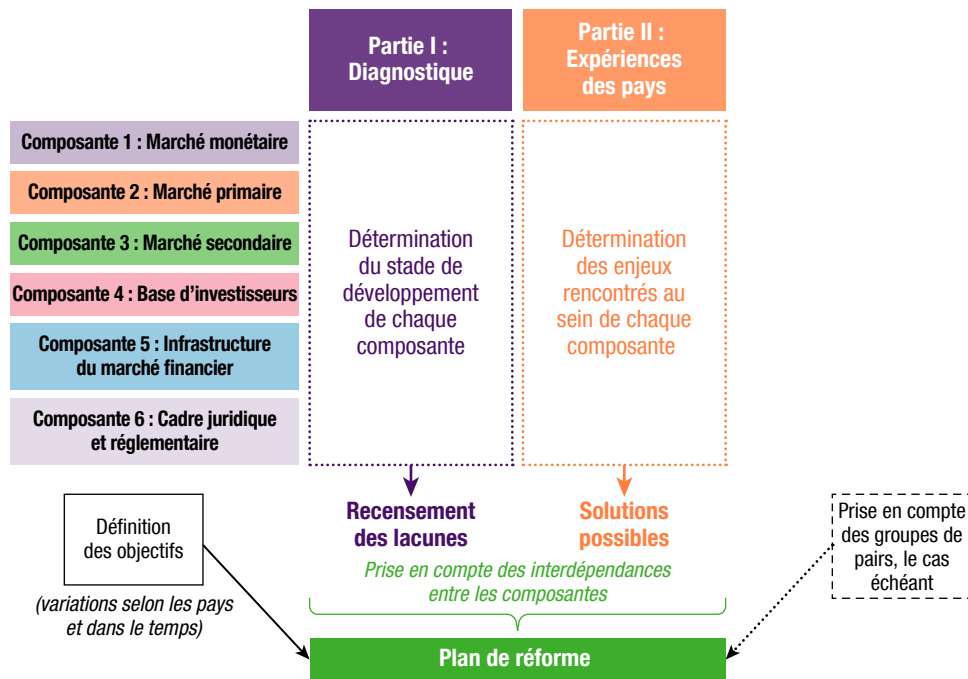
Le cadre régissant le marché obligataire en monnaie locale (MOML) peut servir à l'élaboration de plans de réforme à l'intention des pays qui souhaiteraient développer davantage leur marché obligataire public national. Il conviendrait d'aligner les plans de réforme sur les objectifs à long terme d'un pays et de prendre en compte le niveau de développement du marché du pays dans l'élaboration de ces plans. Les plans doivent être assortis d'un calendrier ciblé, sur trois à cinq ans par exemple, pour permettre l'atteinte des résultats souhaités. Tout plan de réforme des MOML doit reposer sur une évaluation complète des indicateurs pertinents relatifs à chaque composante et sur un recensement des principaux obstacles à l'essor du marché (graphique 3). Cette section présente les sept étapes qui sous-tendent la conception d'un plan de réforme d'un MOML.

Les sept étapes de la conception d'un plan de réforme d'un MOML

Étape 1 : Détermination des objectifs du MOML et des priorités en matière de politique économique

Le plan de réforme d'un MOML doit être établi en fonction des objectifs de haut niveau recherchés par un pays. Les pays qui se trouvent à des stades de croissance semblables peuvent néanmoins afficher des priorités divergentes en matière de réforme de leur MOML. À titre d'exemple, un pays qui possède des instruments à court terme pourrait viser le rallongement de l'échéance de la dette. Un autre pays dont les caractéristiques sont apparentées pourrait vouloir stimuler le financement du secteur des entreprises et se concentrer sur le développement de segments de l'économie à court et à moyen terme afin que la courbe des rendements puisse donner lieu à de meilleures références de prix. Les

Graphique 3. Conception des plans de réforme des MOML



Source : services du FMI.

objectifs du pays en matière de MOML et les initiatives en matière de réformes doivent orienter les priorités d'action et assurer une cohérence avec ces objectifs¹.

Les objectifs d'un pays relatifs au MOML doivent tenir compte du niveau de conformité aux conditions favorables et à la stratégie de croissance du pays. À l'issue de la réforme, la taille et la structure du MOML dépendront de la taille de l'économie et du secteur financier du pays, ainsi que de son potentiel de croissance et de sa capacité institutionnelle.

Il est important de déterminer si le développement du marché secondaire doit figurer comme objectif initial de la réforme du MOML. L'essor d'un marché secondaire constitue un jalon qui intervient dans les étapes ultérieures du développement d'un MOML, et cet essor est fortement tributaire du bon fonctionnement des marchés monétaire et primaire. Ces deux marchés pourraient souffrir de contraintes en raison de la base d'investisseurs, de l'infrastructure du

¹Les objectifs visés par la réforme des MOML pourraient comprendre, sans toutefois s'y limiter : 1) le renforcement de la capacité du marché local à fournir un financement au secteur public ; 2) l'accroissement de l'efficacité du processus de détermination des prix ; 3) la diversification de la base d'investisseurs ; 4) le renforcement du mécanisme de transmission de la politique monétaire ; 5) la facilitation de la gestion des liquidités des banques (et le renforcement de la résilience financière) ; et 6) la multiplication des sources de financement du secteur privé.

marché financier et du cadre juridique et réglementaire du pays. Les pays qui se trouvent au stade initial de leur croissance ou qui ne disposent pas d'une base suffisamment solide doivent axer leurs efforts sur le développement d'un marché primaire afin d'éviter le risque de surcharger le programme de réformes.

Étape 2 : Mise en place d'un mécanisme de coordination pour piloter la réforme du MOML

La mise en place d'un mécanisme de coordination permettra d'accélérer la réforme du MOML. L'adoption des mesures requises pour la mise au point de diverses composantes mobilisera plusieurs autorités ; par conséquent, la mise en place d'un mécanisme de coordination permettra d'assurer la cohérence des objectifs et des mesures. Par exemple, la mise sur pied d'un marché monétaire nécessiterait l'adoption de mesures volontaristes par les autorités monétaires. La mise en place de l'infrastructure du marché financier et de la réforme du cadre juridique et réglementaire requiert, en règle générale, des relations étroites entre les législateurs et les instances de réglementation et de surveillance financière. La constitution de la base d'investisseurs relève souvent du champ de compétence de l'État. Un mécanisme de coordination unique permettrait d'orienter les différentes parties prenantes dans une direction commune. Il pourrait également être utile, à des fins de responsabilisation également, de formaliser dans un document public le plan de réforme du MOML.

La constitution d'un comité de haut niveau et de groupes de travail techniques pourrait favoriser l'avancement du programme. Le groupe de travail devrait rassembler les principales parties prenantes au processus de développement du marché qui comprendraient, en règle générale : les autorités responsables de la gestion de la dette, les autorités monétaires, les organismes de réglementation concernés, les exploitants des infrastructures du marché financier et les participants du secteur privé (le secteur bancaire, les assureurs et les associations de caisses de retraite, par exemple)². Les groupes de travail doivent être présidés par les principaux bénéficiaires du MOML (l'entité de gestion de la dette (DMO) ou la banque centrale, par exemple). Dans l'idéal, le groupe de travail devrait être créé en amont du processus de réforme. Quant au comité de haut niveau, il devrait être présidé au niveau ministériel et guidé par le ministère des Finances, qui endosserait également le rôle de secrétariat quoique, en pratique, la banque centrale ayant accès aux ressources, cela signifie souvent qu'elle est mieux placée pour piloter le processus, y compris une grande partie des groupes de travail.

La tenue d'ateliers et d'autres événements pourrait servir de point de départ à la rédaction du plan de réforme, à laquelle il est essentiel d'assurer la participation

²La participation du secteur privé pourrait s'avérer être moins soutenue (autrement dit, au sein d'un conseil consultatif, si ce n'est en tant que membre d'un groupe de travail).

pleine et active des fonctionnaires concernés. Les fonctionnaires qui représentent les instances concernées peuvent mener des discussions au niveau des cadres supérieurs et au niveau technique tout en s'assurant d'y intégrer suffisamment les acteurs du secteur privé, par l'entremise de forums consultatifs, par exemple. Comme la mise en œuvre de la réforme incombera aux fonctionnaires, les plans de réforme doivent être réalistes et adaptés aux circonstances propres à chaque fonctionnaire, et ils doivent tenir compte de la faisabilité politique et des capacités administratives du pays.

Étape 3 : Évaluation des conditions favorables et des stades de développement du marché au sein de chaque composante

L'évaluation du respect des conditions favorables est essentielle pour pouvoir mesurer le potentiel de croissance du marché d'un pays (voir la partie 1, première section). La réalisation de progrès notables en matière de réformes des MOML sera difficile si les conditions favorables ne sont pas réunies. Dans de telles circonstances, il serait souhaitable de se concentrer sur le respect du plus grand nombre possible de conditions favorables.

Le cadre permettant de poser un diagnostic devrait être utilisé pour jauger le stade de développement de chaque composante. Cette évaluation permettra de recenser les domaines dans lesquels le pays présente des lacunes en matière de fonctions clés de développement du marché. À cette fin, il pourrait être utile de dresser une carte thermique des grandes priorités.

Étape 4 : Envisager le recensement de groupes de pairs à des fins de comparaison des expériences

L'analyse par groupes de pairs peut servir à recenser les expériences utiles en matière de réformes d'un MOML et les pièges éventuels liés à leur mise en œuvre. Nous pouvons définir les pays pairs selon des paramètres de revenu et de population³ ou en fonction de la proximité géographique, de la structure économique (par exemple le niveau de dollarisation), de la taille du secteur financier, du régime de politique monétaire ou du stade de croissance du MOML. Une fois les pays du groupe de pairs choisis, nous pouvons ensuite procéder à une évaluation de l'expérience de ces pays dont le stade de croissance du marché (par composante) est plus avancé afin de déterminer si cette expérience peut être reproduite. De plus, l'analyse par groupe de pairs facilite la fixation d'objectifs réalistes relatifs au développement d'un MOML à court et à moyen terme.

³Le recensement des pays pairs peut s'effectuer au moyen de la base de données Développement financier dans le monde, mise au point par la Banque mondiale, en fonction du calcul du PIB par habitant et de la taille de la population.

Étape 5 : Recensement des lacunes au sein de chaque composante

L'évaluation du cadre et l'analyse par groupe de pairs peuvent servir au recensement des lacunes au sein du MOML d'un pays. Les stades de développement fixés pour chaque composante permettront de cerner les lacunes et d'axer les efforts sur les secteurs à renforcer. De plus, grâce à l'analyse par groupe de pairs, le recensement des composantes qui accusent un retard par rapport aux pays pairs (sous réserve de disponibilité des données) peut fournir un éclairage sur la réussite des pays qui ont effectué des progrès au sein d'une composante du plan de réforme. La faisabilité et l'applicabilité des mesures adoptées par d'autres pays pourraient ensuite être évaluées.

Étape 6 : Élaboration d'un plan d'action et des mesures nécessaires au redressement des lacunes, en tenant compte des contraintes qui pèsent sur les capacités et les institutions

Il convient de dresser un plan de réforme fondé sur une bonne compréhension des obstacles et des contraintes à la réalisation de progrès au sein de chaque indicateur et de chaque composante. Ces obstacles et contraintes devraient servir à l'établissement d'un calendrier réaliste de mise en œuvre de la réforme et de la fixation d'objectifs intermédiaires.

La séquence de mesures proposée pour garantir la bonne marche de la réforme doit tenir compte de l'articulation entre les différentes composantes. Certaines mesures ne peuvent être entreprises qu'à l'issue de la mise en œuvre d'autres mesures au préalable. En revanche, d'autres actions peuvent être adoptées simultanément. La résolution de problèmes au sein d'une composante peut également donner lieu à de nouvelles mesures pour d'autres composantes. En outre, il serait utile que le plan de réforme prévoie des références pertinentes ou l'intégration des réformes en cours dans des domaines apparentés, tels que le renforcement des capacités en matière de gestion de la dette publique, de gestion des finances publiques et de contrôle.

Étape 7 : Proposition d'objectifs et d'échéances, et attribution claire des responsabilités aux organismes concernés

Le plan de réforme doit être assorti d'un calendrier d'exécution raisonnable et détailler les extrants et les résultats escomptés, les mesures à adopter, dans la séquence qui convient, ainsi que les jalons clés⁴. En outre, le plan doit comporter une estimation des besoins budgétaires et des ressources nécessaires à la

⁴Les activités et les extrants pourraient être décrits plus en détail durant la première année que lors des années suivantes, et dépendront des réalisations antérieures et de l'évolution des circonstances.

réalisation des différents objectifs. Il est important de déterminer clairement l'organisme responsable de la mise en œuvre des réformes pour chaque niveau d'indicateur. Le suivi des progrès en sera facilité, et cela permettra de mener une évaluation continue de l'efficacité et de l'efficience du plan de réforme.

Récapitulatif des étapes relatives à la définition du programme de réforme :

1. Détermination des objectifs et des priorités du MOML.
2. Mise en place d'un mécanisme de coordination pour piloter la réforme du MOML.
3. Évaluation des conditions favorables et des stades de développement du marché au sein de chaque composante.
4. Envisager le recensement de groupes de pairs à des fins de comparaison des expériences.
5. Recensement des lacunes au sein de chaque composante.
6. Élaboration d'un plan d'action et des mesures nécessaires au redressement des lacunes, en tenant compte des contraintes qui pèsent sur les capacités et les institutions.
7. Fixation d'objectifs et d'échéances, et attribution claire des responsabilités aux organismes concernés.

Annexe 1. Études de cas

Viet Nam : Amélioration du cadre juridique et réglementaire pour faciliter le développement du marché

Contexte et enjeu

Avant 2017, il existait peu de lois et de règlements formels autorisant l'émission de titres de créance publics fondés sur le marché. L'amélioration du cadre juridique et réglementaire constitue un élément incontournable de la mise en œuvre d'un programme de réforme. Le gouvernement vietnamien approuve la feuille de route 2017–20, assortie d'une vision à l'horizon 2030, pour le développement du marché obligataire au Viet Nam, dans le cadre de son engagement à développer le marché des obligations d'État.

Solution

La loi est modifiée pour autoriser l'administration vietnamienne à contracter des emprunts sur le marché obligataire. Ce pouvoir est enchâssé dans la loi sur la gestion de la dette publique, dans un amendement adopté par l'Assemblée nationale en novembre 2017 et entré en vigueur en juillet 2018. La nouvelle loi régit l'émission, l'enregistrement, le dépôt, la cotation et la négociation des instruments de titres de créance publics¹. De plus, la loi prévoit un nouveau cadre régissant le système de spécialistes en valeurs du Trésor et facilite la mise sur pied d'un dispositif de prêt de titres administré par le Trésor public du Viet Nam².

¹Cette loi a remplacé le décret 01 précédent à partir du 1^{er} juillet 2018.

²Dans la loi vietnamienne, le dispositif de prêt de titres se nomme soutien à la liquidité.

Plusieurs circulaires sont ensuite émises pour compléter la loi actualisée, destinées à renforcer l'efficacité des opérations sur le marché des obligations d'État³. Ces circulaires visaient à remédier aux lacunes dans la loi en facilitant la gestion du passif (par des opérations « d'échange » et des rachats), le bon fonctionnement du système des spécialistes en valeurs du Trésor, l'apport de liquidités par le Trésor public et le mécanisme d'achat et vente le même jour pour les spécialistes en valeurs du Trésor ; ceci, afin de rehausser l'efficacité du système de tenue de marché. Les trois circulaires publiées sont : 1) la circulaire 110, portant sur l'émission et le règlement des instruments de titres de créance publics ; 2) la circulaire 111, portant sur les opérations « d'échange » et de rachats d'obligations d'État, d'obligations garanties par l'État et d'obligations municipales sur le marché intérieur ; et 3) la circulaire 30, portant sur l'enregistrement, le dépôt, la cotation, la négociation et le règlement des instruments de titres de créance publics et des obligations garanties par l'État émises par les banques pour la mise en œuvre de politiques sociales et les obligations municipales.

Résultat

Le Viet Nam instaure un cadre juridique destiné à étayer une stratégie modernisée d'émission de titres à des fins de gestion de la dette. Un tel cadre a permis, ces dernières années, au marché des obligations d'État d'enregistrer une croissance robuste, alors que l'importance du marché local des titres d'État s'est elle aussi accrue.

Géorgie : Conception et mise en œuvre de réformes fiscales à l'appui du développement du marché obligataire en monnaie locale

Contexte et enjeu

En avril 2016, la Géorgie publie sa stratégie et son plan d'action relatifs au développement du marché des capitaux (Plan pour le marché des capitaux). Ce plan avait pour objectif l'augmentation volontariste de l'accès au financement, soit un objectif phare de la stratégie de développement socioéconomique de la Géorgie intitulée *Georgia 2020*. Le plan relatif au marché des capitaux a recensé plusieurs entraves à l'essor d'un marché des capitaux en Géorgie, notamment des cadres juridiques et réglementaires insuffisants, surtout au chapitre de la fiscalité.

Solution

Les pouvoirs publics procèdent à une réforme du cadre du droit fiscal régissant les marchés obligataires primaire et secondaire de la Géorgie. Les autorités

³Émises en 2018 et en 2019.

Tableau 1.1. de l'annexe. Réformes du droit fiscal récemment adoptées en Géorgie

Train de mesures 1 (taux et concessions)	Train de mesures 2 (modifications techniques)
Les titres d'État jouissent d'exemptions fiscales sur le revenu et les gains (pour les investisseurs étrangers).	<p>Les modifications techniques éliminent les obstacles fiscaux et favorisent la confiance des investisseurs, notamment sur ce qui suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> • ventes secondaires (séparation des composantes du capital et des intérêts), • imposition des mises en pension de titres (conformément à l'encadré 1.2), • imposition de prêts de titres (semblable aux mises en pension), • traitement des garanties financières (semblable aux mises en pension), et • imposition des produits dérivés (aux prix courants du marché).

passent en revue le cadre fiscal existant afin de recenser les domaines qui nécessitent des réformes. Elles conçoivent et rédigent ensuite un train de mesures fiscales destinées à soutenir les objectifs du gouvernement, notamment le renforcement de l'intégration des marchés des capitaux intérieurs, y compris les marchés obligataires en monnaie locale.

Ces efforts se traduisent par la promulgation d'un train de réformes de la législation fiscale. Au départ, ces réformes visaient l'offre de titres d'État. Elles portaient sur le traitement fiscal réservé aux titres d'État à la fois sur les marchés primaire et secondaire. Les autorités s'attellent également à la demande (qui porte sur l'alignement réel et efficace de ce traitement fiscal entre les principaux groupes d'investisseurs institutionnels, y compris les fonds mutuels et les fonds d'investissement, afin d'encourager l'investissement et l'apport de liquidités dans les titres d'État). Le tableau 1.1 de l'annexe propose un aperçu des réformes globales adoptées par la Géorgie pour mettre en place un cadre fiscal concurrentiel qui s'applique à toutes les grandes catégories d'investisseurs sur les marchés obligataires primaire et secondaire du pays, y compris les investisseurs non résidents.

Résultat

La Géorgie dispose désormais d'un cadre fiscal doté de règles de détermination du traitement fiscal claires et solides applicables aux rendements des obligations en monnaie locale (tels que les intérêts, la décote et les montants payables à l'échéance). Ce cadre concerne toutes les grandes catégories d'investisseurs nationaux et étrangers. Les réformes ont permis d'apporter des précisions très attendues relatives au traitement fiscal des transactions sur le marché secondaire, tel que le traitement fiscal des gains sur la vente secondaire à la fois pour les investisseurs particuliers et institutionnels, et les mises en pension, les prêts de titres, les garanties financières et les opérations sur produits dérivés pour les investisseurs institutionnels.

Qui plus est, les autorités procèdent à une formalisation du régime fiscal à l'intention des investisseurs étrangers. La Géorgie met en place un abattement sur la retenue d'impôt sur les intérêts et sur les gains en capital ainsi que des

exemptions (voir le tableau 1.1 de l'annexe) conformes aux pratiques internationales courantes. Ce nouveau régime fiscal a facilité le soutien de l'instauration continue de liens d'investissement essentiels entre le marché obligataire de Géorgie et la société Clearstream⁴.

Il faudra du temps pour voir apparaître l'ensemble des avantages de ces réformes fiscales. Cela dit, les récentes mesures — destinées à supprimer les obstacles fiscaux et à créer un cadre fiscal concurrentiel régissant toutes les grandes catégories d'investisseurs, y compris les non-résidents — ont donné lieu à des conditions législatives propices à la poursuite de l'objectif de renforcement de l'intégration du MOML de la Géorgie.

Géorgie : Infrastructure du marché financier

Contexte et enjeu

L'infrastructure post-marché, à la fois pour les titres d'État et les titres de sociétés, se trouvait fragmentée entre la banque centrale et la bourse. Les transactions du dépositaire central de titres (DCT) de la banque centrale étaient automatisées. En revanche, le traitement des titres de sociétés se faisait manuellement et sur papier. Il fallait compter plusieurs jours pour le règlement ; il y avait un risque modéré de conservation des titres de sociétés et de non-règlement ; et l'infrastructure du marché financier affichait une faible résilience face aux perturbations et aux catastrophes. Au sein du petit marché des capitaux privés en développement, l'enjeu consistait à permettre au segment des titres non publics du marché des capitaux de mener des transactions et de régler les échanges au sein d'une seule infrastructure de marché financier indépendante du marché des titres d'État.

Solution

En 2018, la Banque nationale de la Géorgie consulte la Bourse de la Géorgie et travaille en collaboration avec cette dernière afin de mettre en place une infrastructure de marché financier publique-privée centralisée, desservant à la fois les marchés des titres d'État et les marchés des capitaux. Le système établi, le *Georgian Security Settlement System* (système de règlement des opérations sur titres de Géorgie), est un mécanisme unique qui comprend la fonctionnalité de DCT et d'enchères et qui est entièrement intégré aux systèmes de règlement brut en temps réel⁵. Le système peut accueillir deux DCT dont les interfaces s'intègrent parfaitement avec le système de règlement brut en temps réel et les

⁴Pour plus de renseignements sur le dépositaire de valeurs mobilières de Clearstream, consultez le site <https://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/europe-non-t2s/georgia/market-link-guide-georgia-1281410>.

⁵Un fournisseur de logiciel international pour les infrastructures de marché financier a mis au point ce système.

comptes ouverts auprès de banques commerciales détenus auprès de la Banque nationale de la Géorgie. Ce système permet un transfert efficace de titres entre les DCT et le règlement en monnaie de banque centrale pour toutes les opérations sur titres du secteur financier⁶.

La Banque nationale de la Géorgie détient et exploite l'infrastructure et le réseau, mais la Banque nationale et le DCT géorgien se partagent les droits du logiciel. Par conséquent, la Banque nationale de la Géorgie assume la responsabilité de l'ensemble de l'infrastructure du marché financier d'importance systémique. En d'autres termes, elle est responsable des capacités et de la performance des systèmes, de leur maintenance et de leur développement, ainsi que de la mise sur pied et de la maintenance des sites primaires et secondaires hébergeant les systèmes de livraison contre paiement de titres. La Bourse de la Géorgie exploite une activité de DCT au sein du système de règlement des opérations sur titres du pays dans le cadre d'un accord contractuel avec la Banque nationale.

Le système moderne répond à tous les besoins : 1) de la Banque nationale de la Géorgie et du ministère des Finances, afin de développer le marché des titres d'État ; 2) de la Banque nationale de la Géorgie, pour effectuer des opérations monétaires et maintenir la stabilité financière ; et 3) aux exigences de la Bourse géorgienne, pour soutenir le développement du marché des capitaux.

Résultat

La Banque nationale de la Géorgie administre l'activité du DCT uniquement pour les titres d'État et les titres émis par la Banque nationale. La Bourse de la Géorgie administre le DCT pour les titres de créance de sociétés, les titres de créance supranationaux en monnaie locale, les actions et autres valeurs mobilières. La Banque nationale de la Géorgie et la Bourse sont responsables du développement, de la réglementation, des règlements de titres, de la surveillance des marchés et du contrôle des titres d'État et des marchés des capitaux. Compte tenu du fonctionnement indépendant de ces DCT, la Banque nationale peut adopter des politiques qui répondent à l'intérêt public dans le cadre de l'administration et du développement du marché des titres publics. Quant à la Bourse de la Géorgie, elle est libre de poursuivre, de manière indépendante, des objectifs du secteur privé visant à développer les marchés des capitaux. À titre d'exemple, chaque DCT peut fixer ses propres règles, règlements et frais de transaction, créer de nouveaux titres, déterminer les critères d'accès des investisseurs⁷, gérer les transactions des sociétés, utiliser les modèles de transactions qui conviennent

⁶Ce transfert est plus difficile à effectuer entre plusieurs DCT autonomes et les systèmes de règlement de banque centrale.

⁷Il existe souvent des divergences entre les exigences en matière d'accès pour les DCT publics et privés.

(de gré à gré ou négociées en bourse) et les modèles de règlement privilégiés (DVP1, DVP3), surveiller les règlements et régler l'activité commerciale⁸.

Ces mesures se sont traduites en une efficacité maximale des opérations au moyen de la consolidation de l'infrastructure, 1) en gardant à l'esprit l'intérêt du secteur public, la banque centrale administrant le système et assumant les fonctions de DCT uniquement pour les obligations d'État ; 2) en maintenant le service public, la banque centrale, ou les deux, à l'écart des opérations commerciales menées par le DCT (actions et obligations de sociétés), qui relèvent véritablement de la compétence du secteur privé et comportent des risques juridiques, financiers et de réputation ; et 3) en renforçant la propriété, la réputation et les capacités financières de la Banque nationale de la Géorgie afin de rehausser la confiance des investisseurs, surtout des investisseurs non résidents, dans l'infrastructure du marché financier, à la fois pour les titres d'État et les marchés des capitaux.

Malaisie : Élimination des obstacles à la participation des investisseurs étrangers

Contexte, enjeu et solution

Des réformes sont apportées au cadre réglementaire malaisien afin d'attirer des investisseurs internationaux. La Malaisie adopte progressivement des réformes avancées destinées à éliminer les obstacles à la participation des investisseurs étrangers au MOML.

En 2004, les autorités éliminent, pour les non-résidents, les retenues à la source découlant des revenus des obligations d'État et de sociétés. Les restrictions relatives à la convertibilité de la monnaie locale sont également considérablement assouplies : en 2005, les non-résidents sont autorisés pour la première fois à vendre des contrats à terme de taux de change contre le ringgit malaisien pour couvrir les recettes et se sont engagés à des sorties de capitaux pour la cession d'actifs en ringgit. En 2007, afin d'autoriser les non-résidents à emprunter en monnaie locale pour le financement de placements, les autorités suppriment le plafond appliqué aux lignes de découvert accordées par les contrepartistes agréés aux courtiers ou aux gérants de patrimoine non résidents pour le règlement d'achat de valeurs cotées en bourse. La même année, les exigences en matière d'enregistrement des prêts libellés en ringgit octroyés aux non-résidents sont également éliminées.

En 2016 et en 2017, la banque centrale annonce plusieurs mesures destinées à renforcer la constitution de liquidités du marché des changes soumises à la

⁸Le modèle DVP1 constitue le modèle par défaut pour les titres d'État, et la Bourse de la Géorgie utilise les modèles DVP1 et DVP3.

réglementation nationale. Ces mesures accordent aux investisseurs plus de souplesse pour couvrir leur exposition. Les résidents, quant à eux, disposent de davantage de possibilités de couverture du risque de taux d'intérêt grâce à une libéralisation élargie des ventes à découvert réglementées. Plus récemment, d'autres initiatives de développement du marché ont vu le jour, notamment : 1) l'amélioration du marché des mises en pension de titres, en augmentant la disponibilité des titres qui n'ont plus de statut de titres de référence (« off-the-run ») qui peuvent être empruntés au moyen de mises en pension, 2) le renforcement des mécanismes de livraison des titres et 3) la facilitation des opérations de couverture pour les investisseurs étrangers.

Résultat

Ces mesures donnent lieu à une augmentation de la part des investisseurs étrangers au sein du MOML, passant de 13,5 % à la fin de 2009 à un pic de 35,75 % en septembre 2016, avant de redescendre à environ 24 %, à compter de mars 2019. La composition de la base d'investisseurs du marché obligataire malaisien s'est également diversifiée, avec un plus grand nombre d'investisseurs à moyen et à long terme, ce qui contribue également à une meilleure stabilité du marché.

Les mesures de change adoptées en 2016 et 2017 favorisent l'essor du marché. Les changements apportés entraînent une augmentation des possibilités de couverture et de l'offre de devises soumises à la réglementation nationale. Malgré l'embellie de l'activité sur les marchés des changes soumise à la réglementation locale de taux de change à terme et des swaps de devises, les écarts de cotation se rétrécissent, et la volatilité du ringgit diminue (Grigorian, 2019). L'existence en Malaisie d'un marché efficace de produits dérivés de change permet d'attirer un plus large éventail d'investisseurs étrangers et d'enrichir le marché obligataire grâce à un processus de détermination des prix renforcé et à une plus grande liquidité (Lu et Yakolev, 2018).

Malaisie : Définition des conditions préalables et constitution d'une importante base d'investisseurs pour soutenir la croissance d'un marché intérieur de titres de créance publics

Contexte et enjeu

Détenant un excédent budgétaire, la Malaisie décide ensuite de créer un marché de titres d'État. Jusqu'à la fin des années 50, lorsque la Malaisie accède à l'indépendance (1957), le gouvernement malaisien ne ressent que peu de besoin ou d'intérêt à emprunter, compte tenu des excédents budgétaires du pays, mis en évidence par le cours élevé des produits de base et des politiques budgétaires

procycliques⁹. Du milieu à la fin des années 50, la chute des cours des produits de base dans le monde a eu des répercussions : l'État commence alors à mieux se préparer à l'endettement, en fixant les conditions préalables nécessaires à la mise en place d'un marché intérieur de la dette publique viable et solide.

Solution

Plusieurs mesures sont adoptées, la plus essentielle de toutes étant sans conteste la constitution d'une base d'investisseurs institutionnels intérieure. Les décideurs sont convenus de la nécessité de disposer d'un encours suffisant de titres en circulation, d'une conjoncture de taux d'intérêt stables, d'acteurs compétents sur le marché et d'un calendrier prévisible garantissant la régularité des émissions. Au début, les efforts sont axés sur la première condition, à savoir un volume suffisamment important de titres d'État. Les titres d'État malaisiens, principalement à moyen et à long terme, sont mis en circulation dans un double objectif : couvrir le financement du secteur public, mais servir aussi d'actif d'investissement pour le *Employees' Provident Fund* (EPF), le plus grand fonds de prévoyance du pays, créé en 1951. La base d'investisseurs institutionnels locaux s'est, depuis, considérablement élargie au-delà de l'EPF. Pour autant, s'il y a un enseignement à retenir, c'est que les mesures destinées à faciliter la constitution de capitaux intérieurs à long terme représentent la pièce maîtresse du développement d'un marché intérieur de la dette publique et l'une des conditions préalables pour attirer des investisseurs étrangers. Pour l'heure, l'État malaisien s'appuie largement sur les émissions locales pour financer ses besoins en matière d'emprunt. À la fin de 2019, les emprunts extérieurs ne représentaient que 3 % de l'encours de la dette¹⁰.

Le fonds de prévoyance EPF représente la pierre angulaire de la croissance du marché obligataire mondial de la Malaisie. L'EPF a été mis en place afin d'encourager l'épargne des ménages, régie par la loi de 1951 relative à l'EPF. La cotisation au fonds, à hauteur de certains taux prescrits, est, quant à elle, obligatoire pour la quasi-totalité des Malaisiens officiellement employés (ainsi que pour leurs employés). Les cotisations versées sont conservées en tant que capital à long terme. Le règlement prévoit qu'un montant équivalant à 70 % des cotisations des membres ne peut être retiré avant l'âge de la retraite, fixé à 55 ans, et que les 30 % restants ne peuvent être retirés que dans des circonstances bien définies, pour le logement ou l'éducation, par exemple. Les cotisations à l'EPF se sont accumulées régulièrement pendant près de sept décennies. Par conséquent, à la fin de 2018, le fonds atteint une taille globale considérable, soit de 839,6 milliards de ringgits, correspondant à 58 % du PIB, faisant de ce fonds de prévoyance l'un

⁹Une part importante des informations citées dans ce passage est tirée de la Commission des valeurs mobilières de Malaisie (2004).

¹⁰Les emprunts extérieurs comprennent les avoirs en titres détenus par des non-résidents, émis au niveau national en tant que dette publique.

Tableau 1.2 de l'annexe. Principaux investisseurs institutionnels de Malaisie

	Employees' Provident Fund (premier fonds de retraite de Malaisie)	KWAP (deuxième fonds de retraite en importance de Malaisie)	Permodalan Nasional Berhad (première société de gestion de fonds de Malaisie)
Actifs gérés	839,6 milliards de RM (à fin 2018)	136,5 milliards de RM (à fin 2018)	298,5 milliards de RM (à fin 2018)

Sources : Rapport annuel de 2018 du Employees' Provident Fund ; Rapport annuel de 2018 du KWAP ; Rapport annuel de 2018 de la Permodalan Nasional Berhad.

Note : KWAP = Kumpulan Wang Persaraan ; RM = ringgit malaisien.

des plus importants au niveau mondial selon cette mesure. Depuis sa création, l'EPF n'a cessé d'investir massivement sur le marché obligataire. Plus récemment, il a été régi par les dispositions prévues dans la loi de 1991.

La Malaisie entend poursuivre ses efforts en vue d'accroître et de développer la demande (tableau 1.2 de l'annexe). Au fil du temps, l'autorité des marchés financiers et la banque centrale ont adopté plusieurs mesures visant à constituer une base d'investisseurs et un secteur de la gestion d'actifs qui soient larges et profonds, comprenant des sociétés d'assurance, des sociétés d'investissement à capital variable, des fonds de détail et des fonds communs de placement. Ces mesures, importantes, permettent d'externaliser l'administration des fonds des grands investisseurs à long terme, tels que l'EPF, afin d'augmenter la liquidité du marché secondaire. Dans les années 80, le développement de la Permodalan Nasional Berhad, une grande société nationale de gestion de fonds et société d'investissement, joue un autre rôle charnière pour soutenir la mise en place d'une importante base nationale d'investisseurs, qui a également soutenu les investissements dans les titres boursiers malaisiens mondiaux.

Inde : Transition d'une répression financière à des taux fondés sur le marché

Contexte et enjeu

Avant les années 90, le marché indien des titres d'État fait l'objet d'un grand nombre de mesures de répression financière, notamment : des taux réglementés, une courbe de rendement inexistante, un marché secondaire moribond et une base d'investisseurs captifs constituée de banques. Les déficits budgétaires croissants des années 80 avaient engendré une augmentation marquée du volume d'endettement de l'administration centrale, particulièrement de la dette à court terme, en raison de la politique accommodante automatiquement déployée par la Banque de réserve de l'Inde au moyen du mécanisme des bons du Trésor *ad hoc*¹¹. Les rendements artificiellement bas des titres d'État nuisent également

¹¹Les bons du Trésor *ad hoc* étaient assortis d'une échéance de 91 jours, mais pouvaient être annulés à tout moment, même avant échéance, si la position de trésorerie du gouvernement le justifiait. Les bons du Trésor *ad hoc* étaient alors convertis en titres spéciaux à leur date de remboursement.

à la structure de la courbe de rendement d'autres actifs financiers au sein du système et provoquent une augmentation générale des taux de prêt. Compte tenu de cette conjoncture et de celle du programme de réforme économique général, la réforme des marchés des titres d'État démarre au début des années 90.

Solution

La première étape des réformes, au début des années 90, est consacrée à l'instauration d'un environnement propice à l'essor du marché des titres d'État. Cette étape consiste, entre autres, à éliminer la monétisation automatique et à renforcer la discipline budgétaire par l'entremise du système d'avances budgétaires¹². Le système de taux d'intérêt réglementés est également aboli, et le mécanisme d'émission de titres est restructuré afin de refléter les prix du marché¹³.

La deuxième étape des réformes, qui se déroule du milieu à la fin des années 90, est consacrée à la mise en place de l'infrastructure du marché et des institutions. Le système de spécialistes en valeurs du Trésor est mis sur pied en 1995, de même qu'un système de livraison contre paiement, et des obligations à taux variable sont également mises en circulation. Le marché poursuit sa croissance en introduisant les mises en pension et en autorisant les investisseurs institutionnels étrangers à investir dans le marché obligataire en monnaie locale dans des limites définies. En 1997, la Banque de réserve de l'Inde et l'administration conviennent aussi d'instaurer un système d'avances budgétaires pour l'administration centrale, et parviennent à un accord destiné, entre autres, à supprimer les bons du Trésor *ad hoc*. Par la suite, les produits dérivés sur taux d'intérêt de gré à gré sont introduits en 1999, tels que les swaps de taux d'intérêt et les contrats à terme sur taux d'intérêt. De plus, le mécanisme d'ajustement de la liquidité est mis sur pied en 2000 en tant que principal instrument des opérations de politique monétaire destiné à gérer les asymétries systémiques de liquidité à court terme.

L'État se penche également sur l'enjeu des conflits d'intérêts entre la mise en œuvre de la politique monétaire et les opérations de gestion de la dette. L'adoption en 2003 de la loi sur la responsabilité financière et la gestion budgétaire interdit à la Banque de réserve de l'Inde la participation au marché primaire, limitant ainsi l'éventualité d'un tel conflit d'intérêts entre l'administration de la dette et la politique monétaire. La réussite relative du développement du marché des titres d'État, à cette époque, favorise également la bonne marche de cette réforme.

¹²En 1997, le mécanisme d'avances budgétaires remplace formellement le dispositif des bons du Trésor *ad hoc*, mais le processus avait été amorcé en 1994.

¹³Plus précisément, un système d'enchères pour la détermination des prix est mis sur pied en 1991. Par la suite, en 1993, les bons du Trésor à échéance de 91 jours sont émis à des fins de gestion de la liquidité et d'analyse comparative. Un accord historique est signé entre l'État et la Banque de réserve de l'Inde sur les émissions nettes de bons du Trésor ponctuels, qui ont ensuite connu une évolution à la baisse, passant progressivement d'un pic de plus de 38 % au début des années 90 à 18 % à la fin de 2019.

Résultat

La part des emprunts de l'administration centrale de l'Inde passe de 18 % au cours de l'exercice 1992 à plus de 70 % durant l'exercice 2003 pour le financement de son déficit budgétaire. Cette croissance s'accompagne d'une augmentation initiale du coût de la dette, qui s'inverse ensuite avec le temps.

La mise en œuvre réussie du système d'enchères fondé sur le marché voit les émissions privilégier des échéances plus courtes. Les émissions d'obligations d'une durée supérieure à dix ans affichent une baisse, passant de 76 % du montant total des emprunts durant l'exercice 1992 à 16,1 % durant l'exercice 1999. Sur la même période, la part des titres dont l'échéance était inférieure à cinq ans passe de 7,4 % à 41,4 % du volume total des emprunts. Au début de la première décennie 2000, l'État lance une stratégie d'émissions de référence qui requiert également des réformes du régime de gestion des liquidités. Depuis cette époque, l'État continue de développer sa courbe de taux et d'augmenter l'échéance moyenne pondérée de l'encours de sa dette¹⁴.

Honduras : Mise en place d'une plateforme de négociation électronique pour le marché monétaire

Contexte et enjeu

Le marché des capitaux du Honduras est peu développé, et son système bancaire dispose d'un excédent de liquidités persistant. L'intermédiation sur le marché monétaire interbancaire pose des difficultés, ce qui entrave le développement du marché local. En règle générale, les banques privilégiaient le maintien d'une réserve de liquidités de trésorerie importante pour être en mesure de répondre aux besoins en liquidités éventuels et imprévus de leurs clients. De plus, en raison d'une culture peu développée en matière de prêts interbancaires, les banques commerciales privilégient la facilité d'investissement de la Banque centrale du Honduras pour le dépôt de leurs excédents de liquidités plutôt que d'accorder des prêts à d'autres banques qui pourraient en avoir besoin. Enfin, il est difficile pour les grandes banques d'entamer des négociations avec les banques nouvelles ou plus petites, car ces dernières ne disposent pas de garanties.

La Banque centrale du Honduras encourage l'émergence d'un marché interbancaire garanti sécurisé au moyen d'opérations de mise et de cession de pension de titres. En décembre 2017, la Banque centrale a édicté une réglementation : toute transaction de crédit libellée en monnaie locale effectuée entre des établissements au sein du système financier (prêts interbancaires) peut être adossée à un

¹⁴De 6,5 années durant l'exercice 1998 à 8,9 années lors de l'exercice 2003, passant à 10,6 années durant l'exercice 2018.

titre d'État ou de banque centrale, en faisant recours au dépositaire de titres de la Banque centrale du Honduras ou à une garantie fiduciaire.

Solution

La Banque centrale du Honduras ouvre une plateforme de vente électronique afin de renflouer la liquidité et de renforcer la transparence des marchés de mise en pension. Cette plateforme est une plateforme au sein de laquelle les banques et les sociétés financières négocient, tous les jours de 9 h 00 à 12 h 20, des accords de prise en pension soit des titres de la Banque centrale du Honduras, soit des titres d'État. Les heures de négociation sont limitées afin de concentrer la liquidité du marché et de rendre le système plus attrayant pour les acteurs du marché.

Résultat

Avec l'ouverture de la plateforme, en janvier 2019, l'activité sur le marché interbancaire connaît une embellie qui se reflète dans le volume de titres négociés sur le marché des prêts interbancaires, passant d'une moyenne mensuelle de 1,8 milliard de lempiras honduriens, entre 2015 et 2018, à près de 30 milliards de lempiras entre avril et juillet 2019. La plateforme contribue également à l'accroissement de la liquidité du marché de mise en pension interbancaire, permettant de ce fait aux investisseurs de conserver aisément leurs positions en titres, en les finançant au moyen de mises en pension lors de pénuries de liquidités. En parallèle, cette plateforme facilite également le déploiement de la politique monétaire, en aidant à rapprocher le taux interbancaire moyen du taux d'intérêt directeur, en dépit d'un excès structurel de liquidités. Ainsi, la plateforme permet de définir le point de départ de la courbe de rendement en lempiras.

Brésil et Mexique : Gestion de la dette et coordination de la politique monétaire

Contexte et enjeu

Le Brésil et le Mexique ont connu des difficultés en matière de coordination de la gestion de la dette et d'opérations de politique monétaire. Ceci s'explique par l'habitude adoptée par les banques centrales des deux pays consistant à mener leur politique monétaire en émettant leurs propres titres. Ces deux pays connaissent un afflux de capitaux considérable donnant lieu, ainsi, à un important volume d'émissions par leurs banques centrales. Cette situation engendre non seulement une concurrence inopportune entre les deux émetteurs officiels, mais aussi une fragmentation du marché, ce qui freine l'essor du marché obligataire en monnaie locale.

Les deux pays en concluent que ce dispositif ne favorise pas le développement du marché et conviennent de veiller à une coordination renforcée de leur politique. Le Brésil et le Mexique abordent ces questions sous des angles différents :

- En 2006, la Banque centrale du Mexique accepte de gérer l'excédent de liquidités du système bancaire en recourant aux titres d'État. Ce nouvel accord permet à la Banque du Mexique et au ministère des Finances de se réunir sur une base trimestrielle afin de déterminer le volume de titres d'État à émettre. Les titres d'État ainsi émis au service de la politique monétaire sont assimilables aux titres émis par le gouvernement à des fins de financement.
- Au Brésil, la loi sur la responsabilité budgétaire promulguée en 2002 interdit à la banque centrale d'émettre ses propres titres. Depuis lors, la politique monétaire brésilienne est mise en œuvre au moyen des opérations de mise en pension qui utilisent des titres publics négociables comme garantie.

Résultat

L'administration de la politique monétaire du Brésil et du Mexique se fait désormais au moyen de titres émis par l'administration centrale. Cette démarche permet d'éviter la fragmentation du marché, processus qui peut survenir lors de l'émission de titres de deux catégories différentes. Cette politique contribue également à l'augmentation de la liquidité des titres d'État sans toutefois nuire à la capacité de la banque centrale de mener à bien sa politique monétaire.

Pérou : Améliorations de la stratégie d'émission

Contexte et enjeu

Malgré l'obtention, en 2008, du statut de titres de bonne qualité, le marché d'obligations d'État du Pérou connaît de grandes difficultés en raison de la faible quantité de liquidité du marché secondaire. Cette insuffisance de liquidité s'explique par 1) l'émission fragmentée des titres d'État et de la banque centrale ; 2) la prévisibilité limitée sur le marché primaire en raison du calendrier d'émission du ministère de l'Économie et des Finances (MEF) ; et 3) la capacité de tenue de marché limitée des spécialistes en valeurs du Trésor. De plus, la méthodologie (hybride) employée pour l'adjudication des titres publics et l'offre de référence ont une incidence sur la formation des prix et la demande des investisseurs. En 2015 et en 2016, la faible demande et la dispersion des prix contraignent le MEF à annuler un nombre important d'adjudications.

Solution

Depuis début de 2017, le MEF déploie plusieurs mesures visant à améliorer la prévisibilité des enchères. Ces mesures comprennent 1) une communication plus

régulière avec les spécialistes en valeurs du Trésor et les principaux fonds de pension (appelés AFP) s'agissant de la demande d'enchères ; 2) le remplacement de la méthode d'adjudication hybride par l'adjudication à prix unique ; et 3) la réouverture des obligations de référence pour réduire le nombre d'obligations.

Résultat

Les mesures adoptées ont permis de renforcer la transparence et d'améliorer la liquidité du marché secondaire. Depuis la mise en œuvre des réformes, le MEF n'a pas été contraint d'annuler des adjudications. La stratégie permet au MEF de procéder à une « solarisation » (« sol » étant le nom de la monnaie péruvienne) de la dette globale, passant d'une contribution de 5 % en 2004 à 61 % en 2018. De plus, la liquidité du marché secondaire bondit, passant d'une moyenne mensuelle de 4,8 milliards de sols en 2015 à 14 milliards de sols en 2018. Cette croissance permet aux spécialistes en valeurs du Trésor de mieux répondre aux besoins de leurs clients et de couvrir leurs positions sur le marché secondaire.

Union économique et monétaire ouest-africaine : Amélioration du fonctionnement du marché primaire et de la stratégie d'émission

Contexte

Avant 2015, le marché régional des titres publics de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA) se caractérise par des opérations d'émission moins transparentes et prévisibles et l'absence d'une émission régulière d'instruments de la dette¹⁵. Dans la plupart des pays, les calendriers d'émission de titres et les renseignements utiles connexes ne sont pas communiqués en amont aux acteurs du marché. Dans certains cas, les appels d'offres sont publiés la veille des enchères, ce qui engendre une incertitude parmi les investisseurs et réduit ainsi les chances de maximiser la participation aux enchères. De temps en temps, les pays se livrent une concurrence pour obtenir de la liquidité sur la même échéance de la courbe de taux en organisant des enchères le même jour, dans un marché peu développé qui manque à la fois de profondeur et de liquidité. Dans tous les pays, les montants émis sont souvent nettement supérieurs aux montants annoncés. Les résultats des enchères ne sont pas toujours divulgués rapidement. Les stratégies d'émission offrent un choix d'échéances déséquilibré qui favorise les titres amortissables à long terme au lieu d'une démarche systématique destinée à allonger progressivement la

¹⁵L'UEMOA comprend les pays suivants : Bénin, Burkina-Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo. Ces pays partagent la même monnaie — le franc CFA, arrimé à l'euro —, le marché régional des capitaux et les autorités financières régionales, dont la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest. Chaque pays est responsable de l'élaboration et de la mise en œuvre de son propre programme d'emprunt. Les investisseurs dans tout pays de l'UEMOA peuvent acheter des titres émis par l'administration nationale de tout pays de l'UEMOA.

courbe de taux. Avec l'aide de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international, les autorités adoptent plusieurs mesures destinées à améliorer le fonctionnement et l'attractivité du marché régional des titres d'État.

Solution

En 2013, les autorités régionales créent l'Agence UMOA-Titres, une agence régionale destinée à coordonner les émissions sur le marché régional. Puis, les années suivantes, elles renforcent le cadre réglementaire relatif aux émissions sur le marché primaire. L'agence régionale accompagne les pays membres dans les aspects opérationnels relatives à l'organisation des adjudications : publication des calendriers d'émission, appel d'offres, résultats des enchères, sondage du marché, et ainsi de suite. Elle aide également les pays à assurer une coordination entre les différents émetteurs et à la gestion des relations avec les investisseurs. Durant les années qui suivent, les autorités régionales déploient un train de mesures au moyen de règlements visant à favoriser la prévisibilité et la transparence des opérations sur titres d'État, notamment 1) la publication du calendrier d'émission trimestriel au début de chaque trimestre ; 2) l'annonce au marché, au moins cinq jours avant chaque enchère, du montant à vendre et des échéances proposées ; et 3) l'application d'un plafond pour le montant émis par rapport au montant annoncé.

En parallèle, la plupart des pays de l'UEMOA renforcent la capacité de leurs organismes de gestion de la dette à préparer et à mettre en œuvre une stratégie de financement cohérente. Avec l'assistance du FMI et de la Banque mondiale, de nombreux pays se voient dispenser une formation sur mesure destinée à les accompagner dans la définition et la mise en œuvre de programmes nationaux d'emprunts négociables, dans l'évaluation de la demande des investisseurs et dans la communication avec ces derniers. Une formation régionale est également dispensée sur les principes fondamentaux qui sous-tendent le marché des titres d'État (caractéristiques et prix des titres d'État), les méthodes d'émission et les étapes de l'élaboration d'une courbe de taux.

Résultat

D'importants progrès en matière de prévisibilité et de transparence des émissions et d'harmonisation des pratiques d'émission dans la région ont été faits. Depuis 2015, les calendriers d'émission sont publiés au début de chaque trimestre. Le délai prévu pour la publication des résultats des enchères a été sensiblement raccourci, passant de deux jours en moyenne à environ trois heures. Bien que des améliorations soient encore possibles, la plupart des pays communiquent désormais avec les acteurs du marché au sujet de leurs programmes d'émission et des conditions du marché. L'écart entre les montants émis et montants prévus a été considérablement réduit.

Le marché des titres d'État de l'UEMOA, quant à lui, est également devenu très actif et a pris de l'ampleur. Désormais, tous les huit pays de l'Union émettent des titres à plusieurs reprises au cours de l'année par voie d'adjudication, comparativement aux années antérieures à 2016, lorsque les obligations étaient émises moins fréquemment, et l'étaient par syndication. Les investisseurs du marché de l'UEMOA achètent régulièrement auprès des émetteurs de toute la région, et les fonctionnaires responsables de l'élaboration et de la mise en œuvre des programmes d'émission ont renforcé leur expertise en matière d'émission de titres publics. Les obligations à trois ans et cinq ans remboursables en une seule fois à l'échéance ont remplacé les obligations à moyen terme amortissables, et une petite quantité d'obligations à sept ans et dix ans remboursables en une seule fois à l'échéance ont été progressivement mises en circulation.

Serbie : Émission d'obligations de référence et renforcement de la dinarisation

Contexte et enjeu

À partir de 2015, le marché des titres d'État serbe consiste en des émissions régulières d'instruments libellés en euros et en un portefeuille d'obligations d'État libellées en dinars (RSD) largement fragmenté. Au 31 décembre 2015, la part de la dette publique libellée en RSD s'élevait à 22,2 %. Le portefeuille de titres d'État libellés en RSD était composé d'un nombre important d'instruments illiquides en circulation, et la durée moyenne jusqu'à l'échéance du portefeuille de la dette intérieure demeurait faible comparativement à d'autres pays de la région. Compte tenu de la fragmentation du marché d'obligations d'État en monnaie locale, l'entité en charge de la gestion de la dette publique décide d'instaurer un programme d'émissions de référence pour créer des instruments de référence liquides au moyen de la réouverture régulière du marché des obligations de référence. L'État voit alors dans le développement du marché obligataire public en monnaie locale l'élément charnière de son ambition visant à développer le marché des capitaux serbe et à amoindrir le rôle de l'euro dans l'économie. La mise en place du programme d'obligations de référence est considérée comme une pièce maîtresse de l'amélioration de la liquidité du marché, de l'amélioration de l'attractivité du marché pour les investisseurs, et de la capacité de l'État à vendre des obligations à des échéances plus longues.

Solution

L'entité en charge de la gestion de la dette publique en Serbie adopte une série de mesures destinées à améliorer la liquidité du marché obligataire d'État en dinars en mettant au point une courbe de taux de référence. Les émissions portent en priorité sur les obligations de référence à échéance de trois, cinq et sept ans, et la

réouverture des titres permet de constituer un gisement de titres équivalant à environ 1 milliard de dollars. Afin de réduire au maximum les risques de refinancement, l'entité en charge de la gestion de la dette publique entreprend des opérations de gestion du passif avant leur échéance en 2018.

La loi sur la gestion de la dette est ensuite modifiée afin de renforcer le fondement juridique régissant l'émission d'obligations en Serbie. La loi existante sur la gestion de la dette publique exigeait de l'entité en charge de la gestion de la dette publique qu'elle réduise le coût de la dette, formulation qui ne correspondait pas aux bonnes pratiques internationales et qui aurait pu servir de fondement juridique à une ingérence politique dans la gestion de la dette. Qui plus est, d'autres dispositions pertinentes du cadre juridique sont modifiées pour permettre la conclusion de contrats de mise en pension plus conformes au Global Master Repurchase Agreement (accord-cadre de mise en pension). Une nouvelle loi sur les garanties financières est adoptée et mise en œuvre en 2018 pour renforcer les fondements juridiques du marché des mises en pension de titres.

Résultat

L'émission d'obligations de référence se traduit par une amélioration de la liquidité du marché secondaire. L'obligation de référence à dix ans, émise en février 2018, et l'obligation de référence à sept ans, émise en janvier 2019, affichent des taux de rotation annualisés variant entre 51 % et 113 %, respectivement, durant le premier semestre de 2019, comparativement à un taux de rotation moyen de 39 % pour toutes les obligations émises en dinars. De plus, les écarts entre les cours acheteur et vendeur se resserrent aussi beaucoup pour les obligations de référence. L'accroissement de la demande permet également l'émission d'obligations à plus longue échéance. En février 2020, l'entité en charge de la gestion de la dette publique émet une obligation de 19,3 milliards RSD à douze ans (correspondant à environ 170 millions de dollars), soit la maturité la plus longue jamais émise en dinars.

De plus, l'établissement d'une courbe de taux de référence contribue à attirer les investisseurs étrangers et permet à la Serbie de respecter les conditions nécessaires à l'inclusion de la devise dans les principaux indices de référence mondiaux d'obligations. La transparence accrue des prix, la liquidité et la stabilité du marché sont des aspects clés pris en considération par les fournisseurs d'indices pour décider de l'inclusion. En février 2020, J.P. Morgan annonce l'inclusion probable des obligations en dinars serbes dans son indice mondial des obligations d'État en monnaie locale (indice d'obligations d'État J.P. Morgan des marchés émergents). Cette décision contribue à attirer de nouveaux investisseurs sur le marché des obligations en dinars.

La part du dinar dans l'encours total de la dette a augmenté considérablement. À la fin de 2019, la part de la dette publique libellée en dinars augmente pour

atteindre 27,7 % ; ceci contribue à accroître la capacité de la Banque nationale de Serbie à mettre en œuvre une politique monétaire indépendante tout en améliorant la vitesse et la qualité du mécanisme de transmission monétaire, favorisant ainsi la stabilité macroéconomique.

Albanie : Programme de teneurs de marché

Contexte et enjeu

L'Albanie est confrontée à la faiblesse à la fois de la liquidité du marché secondaire et de la transparence des prix. Le pays est fortement tributaire du marché intérieur compte tenu de son ratio dette/PIB élevé (66 % en 2019) et du fait que plus de la moitié de l'encours de la dette est libellée en monnaie locale. Depuis de nombreuses années, l'Albanie effectue des opérations régulières sur le marché primaire, avec des émissions aux principales échéances, mais le marché secondaire est illiquide. Il s'ensuit un faible niveau de transparence des prix, contribuant également à l'augmentation du coût d'emprunt de l'État.

Solution

En 2018, le ministère albanais des Finances et de l'Économie décide de lancer un projet pilote pour concevoir un système de teneurs de marché en vue d'accroître la liquidité et la transparence du marché secondaire. Le ministère choisit l'obligation à taux fixe d'une durée de cinq ans comme l'échéance la plus convenable pour construire un titre de référence. Le projet pilote a pour objectif l'augmentation de l'encours du titre au moyen des émissions fréquentes de la même obligation afin d'encourager les transactions sur le marché secondaire. Le projet vise, sur une période de six mois, à porter l'encours de l'émission de l'instrument à environ 12 ou 13 milliards de leks albanais, soit l'équivalent de 120 millions de dollars.

Les teneurs de marché, qui ont signé un contrat avec le ministère des Finances et de l'Économie, obtiennent l'accès aux adjudications. Dans le cadre du projet pilote, cinq banques acceptent d'endosser le rôle de teneurs de marché, chacune s'engageant à se porter acquéreur d'un minimum de 3 % de l'émission totale sur une période de six mois. De plus, les banques acceptent de coter les prix de l'obligation selon le principe du meilleur effort, de participer à la cotation quotidienne en cotant des prix exécutable durant une certaine période (30 minutes par jour) à une heure prédéfinie, et de communiquer sur une base quotidienne ou hebdomadaire le volume d'échanges total à la Banque d'Albanie ou au ministère des Finances. Le ministère instaure également un mécanisme de prêt de titres en dernier ressort, augmentant ainsi la confiance des teneurs de marché en matière de cotation des prix.

Résultat

Avec le temps, l'activité augmente sur le marché secondaire des obligations de référence, surtout en comparaison aux autres obligations. D'autres titres publics, d'échéance résiduelle semblable aux obligations de référence à cinq ans, font l'objet d'un accroissement d'échanges. La fixation du taux de référence par la Banque d'Albanie contribue également à sensiblement renforcer la transparence et le processus de détermination des prix du segment des obligations à cinq ans.

D'autres effets positifs sont aussi observés au sein du marché. L'absence d'un marché secondaire actif pose moins de préoccupations en matière de surveillance liées aux liquidités pour les fonds d'investissement locaux, lesquels sont majoritairement investis dans des obligations d'État. Après la réussite du programme pilote de six mois, les autorités décident de pérenniser le programme de teneurs de marché à partir de janvier 2019, en ajoutant également une échéance supplémentaire, les obligations de référence à trois ans.

Afrique du Sud : Plateforme électronique de négociation

Contexte et enjeu

Historiquement, les difficultés structurelles au sein du marché sud-africain des obligations d'État et d'entreprises ont contribué à la faiblesse des niveaux de liquidité des titres négociés.

Solution

En 2012, le Trésor national crée, au niveau sectoriel, un comité de développement du marché obligataire chargé d'analyser les problèmes de développement que connaît le marché sud-africain des obligations et de recenser des solutions. Parmi les principales solutions formulées par le comité, citons la mise en place d'une plateforme électronique de négociation destinée à accroître la prévisibilité, la transparence et le volume des échanges sur le marché obligataire d'Afrique du Sud.

Dans cette optique, à la suite de la recommandation du comité et en collaboration avec la Banque mondiale¹⁶, le Trésor national élabore et lance la plateforme

¹⁶La Banque mondiale a soutenu la mise en œuvre de la plateforme électronique, notamment en conseillant l'État sud-africain sur les modèles efficaces fondés sur les meilleures pratiques internationales et sur la conjoncture intérieure ; en aidant le Trésor national à atteindre un consensus entre les différents acteurs ; en prodiguant des conseils sur les dispositions institutionnelles qui pourraient régir la plateforme ; en définissant les fonctionnalités de base de la plateforme ; en concevant le modèle de règlement ; et en fixant les principes qui sous-tendent les règlements de la plateforme.

électronique de négociation. En août 2018, la Bourse de Johannesburg, de concert avec le Trésor national et plusieurs partenaires, lance la première plateforme électronique de négociation d'Afrique du Sud pour les obligations d'État. L'intégralité des obligations publiques est progressivement intégrée dans la plateforme, y compris quatorze obligations à taux fixe et huit obligations indexées sur l'inflation, reflétant la courbe de taux de l'administration sud-africaine. Les spécialistes en valeurs du Trésor, quant à eux, cotent des prix de vente et d'achat selon des critères prédéfinis.

Résultat

La plateforme électronique de négociation permet aux utilisateurs de respecter leurs obligations en matière de tenue de marché, conformité rendue possible par la fourniture de liquidité aux obligations d'État. Ceci se traduit par une augmentation de la concurrence, une réduction des coûts de transaction, un processus de détermination des prix facilité, permettant aussi aux opérateurs de suivre la détermination des prix en direct. Ces mesures renforcent la confiance des investisseurs et l'intérêt du marché pour les titres d'État.

Thaïlande : Transparence des cours du marché obligataire

Contexte et enjeu

Le marché obligataire intérieur de la Thaïlande manque de transparence avant et après la négociation des titres d'État, de sociétés publiques et d'entreprises. La transparence des prix sur le marché secondaire et les normes relatives à la communication des transactions s'avèrent inefficaces et susceptibles de contenir des inexactitudes¹⁷. Les normes des institutions financières et des fonds communs de placement en matière d'évaluation aux prix courants du marché ne sont ni normalisées, ni réglementées, situation qui engendre, pour les gestionnaires, le risque d'une valorisation erronée de leurs portefeuilles d'obligations. Tout l'enjeu réside dans la capacité de fournir au marché local des renseignements sur les marchés primaire et secondaire au moyen d'un mécanisme et d'une infrastructure centralisés (base de données) afin de susciter la confiance des investisseurs et d'encourager les transactions obligataires et l'émission de titres de créance.

¹⁷Initialement, les transactions étaient communiquées en tant que séances du matin et de l'après-midi.

Solution

À la fin de 2005, la Commission des valeurs mobilières de Thaïlande approuve l'octroi de la licence à la Thai Bond Market Association (BMA — Association thaïlandaise du marché obligataire) et son rôle comme centre de collecte de tous les renseignements sur le marché obligataire et des données sur les transactions ainsi que comme organisme auto-régulateur¹⁸. Tous les émetteurs sont tenus de s'enregistrer (moyennant des frais) auprès de la BMA thaïlandaise¹⁹, le centre d'information sur le marché obligataire, et de se créer un profil d'émetteur en indiquant notamment 1) les caractéristiques de l'obligation, 2) les renseignements sur la transaction, 3) l'historique de la transaction et 4) les nouvelles et les mises à jour utiles sur les émetteurs. Tous les opérateurs sont tenus par la réglementation régissant les valeurs mobilières de communiquer à la BMA thaïlandaise les transactions intrajournalières sur le marché secondaire²⁰ — la plupart des opérateurs utilisant le logiciel de la BMA qui rapporte automatiquement les transactions une fois qu'elles ont été saisies dans les systèmes de back-office des opérateurs. La BMA thaïlandaise communique à la fois les données intrajournalières et celles de fin de journée ainsi qu'un résumé quotidien du marché.

En 2006, la Commission des valeurs mobilières de Thaïlande adopte une exigence réglementaire selon laquelle tous les fonds d'obligations doivent réévaluer quotidiennement aux cours du marché leurs portefeuilles en fonction des références de prix officielles de fin de journée de la Bond Pricing Agency (organisme de cotation des obligations) de la BMA thaïlandaise. La BMA publie quotidiennement les courbes de taux des obligations d'État et celles de sociétés en fonction des transactions déclarées et de données relatives aux cotations fondées sur le marché et de cotations estimées sur la base d'un modèle théorique, à la fois pour les obligations d'État et pour les titres moins liquides^{21, 22}.

Résultat

Le volume de transactions sur le marché obligataire secondaire de Thaïlande connaît une augmentation annuelle constante attribuable aux mesures adoptées en 2005, en 2006 et en 2012, destinées à améliorer l'information sur le marché, la transparence des opérations et le processus de détermination des prix sur les marchés à la fois primaire et secondaire. Quant aux volumes d'échanges sur les marchés secondaires, la valeur moyenne des échanges quotidiens au cours de la

¹⁸Initialement, en 1994, l'organisme était exploité sous la dénomination *Thai Bond Dealers Club*, pour devenir, en 1998, le *Thai Bond Dealing Center*.

¹⁹Les titres d'État du ministère des Finances sur le marché primaire en sont exemptés et font l'objet d'un enregistrement automatique.

²⁰Intervalle de communication ramené en 2012 à 30 minutes à partir de l'heure de la transaction.

²¹Depuis 1999, lorsque le ministère des Finances devient émetteur actif de titres d'État.

²²Interpolation de prix pour les obligations illiquides.

dernière décennie passe de 18 milliards de bahts thaïlandais (520 millions de dollars) en 2006 à 90 milliards de bahts (2,8 milliards de dollars) en 2019.

Le marché primaire des titres d'État et des titres du secteur privé connaît une tendance haussière constante grâce aux gains d'efficacité du marché et au processus de détermination des prix. L'entité de gestion de la dette publique (« PDMO ») du ministère des Finances de Thaïlande tire parti des initiatives en matière de développement du marché déployées par la BMA thaïlandaise pour améliorer les données et la transparence relatives aux obligations. Le PDMO déclare que la courbe de taux des titres publics de la BMA fournit aux gestionnaires de la dette des indications de prix assez précises pour faire les adjudications sur le marché primaire. De plus, la courbe de taux et son évolution accompagnent le PDMO dans l'élaboration de sa stratégie d'émission annuelle de bons du Trésor, dans la définition de son programme d'émission d'obligations d'État de référence et dans l'allongement de la courbe de taux. Le marché primaire thaïlandais des obligations d'entreprises profite également des avantages découlant d'une disponibilité élargie de renseignements sur le marché, de la transparence et de la détermination des prix — l'émission d'obligations d'entreprises à long terme (y compris les refinancements) atteignant un sommet historique de 1 000 milliards de bahts (31,2 milliards de dollars) en 2019.

Annexe 2. Résultats de l'enquête

Une enquête conjointe du FMI et de la Banque mondiale qui évalue le stade actuel de développement des marchés obligataires en monnaie locale a été récemment conduite auprès des autorités nationales afin de prendre le pouls des enjeux communs auxquels sont confrontés les pays en développement et de recenser les domaines relatifs à la stratégie de développement du marché qui pourraient bénéficier d'une attention plus soutenue. Les autorités de gestion de la dette (et, pour certains aspects du marché monétaire, les autorités monétaires) de 32 pays ont répondu à l'enquête : dix en Europe et en Asie centrale, dix en Amérique latine, sept en Afrique subsaharienne et cinq dans d'autres régions. Cette annexe présente les résultats de l'enquête, organisés en fonction des principales composantes¹.

Dans l'ensemble, l'enquête met en lumière l'existence de nombreux problèmes structurels témoignant de la dimension à long terme du processus de développement des marchés obligataires publics en monnaie locale. Parmi ces problèmes, notons l'absence d'une base d'investisseurs diversifiée, la concentration dans le secteur bancaire et l'excès structurel de liquidités dans le système bancaire, problèmes que de nombreux pays considèrent comme des enjeux de taille. De plus, les trois grandes préoccupations relatives au marché secondaire concernent la base d'investisseurs (voir la carte thermique dans le graphique 2.1 de l'annexe). Le redressement des problèmes structurels constitue un aspect essentiel, mais qui nécessite du temps et des efforts concertés de la part de plusieurs entités gouvernementales.

¹Les résultats de l'enquête reflètent le point de vue des autorités nationales et pourraient ne pas rendre compte des perspectives du secteur privé. De plus, il se peut que l'enquête ne reflète pas avec précision la perspective mondiale compte tenu du faible taux de réponse dans certaines régions (Asie, Moyen-Orient et Afrique du Nord). Il s'agit de la première enquête de cette nature menée sur le sujet. Par conséquent, ces résultats ne supposent aucune analyse comparative des progrès réalisés au regard des années précédentes.

Graphique 2.1 de l'annexe. Carte thermique : enjeux des pays relatifs au développement de marchés d'obligations souveraines en monnaie locale

Vue d'ensemble				
Marché monétaire	Marché primaire	Base d'investisseurs	Marché secondaire	Infrastructure du marché et cadre juridique
Excédent structurel de liquidités dans le système bancaire	Lissage du profil de remboursement	Fonds communs	Nombre limité d'investisseurs institutionnels nationaux	Risques opérationnels
Concentration des banques	Création de nouveaux types d'instruments	Investisseurs étrangers	Prévalence des stratégies d'investissement à long terme	Risques de règlement
Absence d'instruments	Émission de titres de référence	Petits investisseurs	Participation limitée des investisseurs institutionnels internationaux	Aucun
Infrastructure du marché	Échéances à plus long terme	Sociétés d'assurance	Absence d'obligations de référence	Absence de mécanisme de DVP
Craintes de risques de contrepartie	Meilleure composition des taux d'intérêt	Fonds de pension	Absence de dispositifs de prêts de titres	Cycles de règlement net des titres
Absence de données sur le marché	Meilleure composition par monnaie	Banques	Faible ancrage des mécanismes de négociation	La finalité du règlement non définie dans la loi
Petit nombre de banques	Recours accru aux titres de créance négociables		Sous-développement de l'infrastructure du marché	Absence de RBTR
Transfert complet des garanties	Augmentation du nombre d'instruments		Insuffisance des intermédiaires de marché	Coûts élevés de garde et règlement
Cadre fiscal et/ou comptable	Titrisation des arriérés de l'État		Insuffisance de la réglementation et de la surveillance des activités du marché	Insuffisance de l'accès aux données et renseignements électroniques
Absence d'un compte unique du Trésor	Réduction du nombre d'instruments		Excédent de liquidités dans le système bancaire	Autres
Autres	Réduction des types d'instruments		Restrictions sur les ventes à découvert	

Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

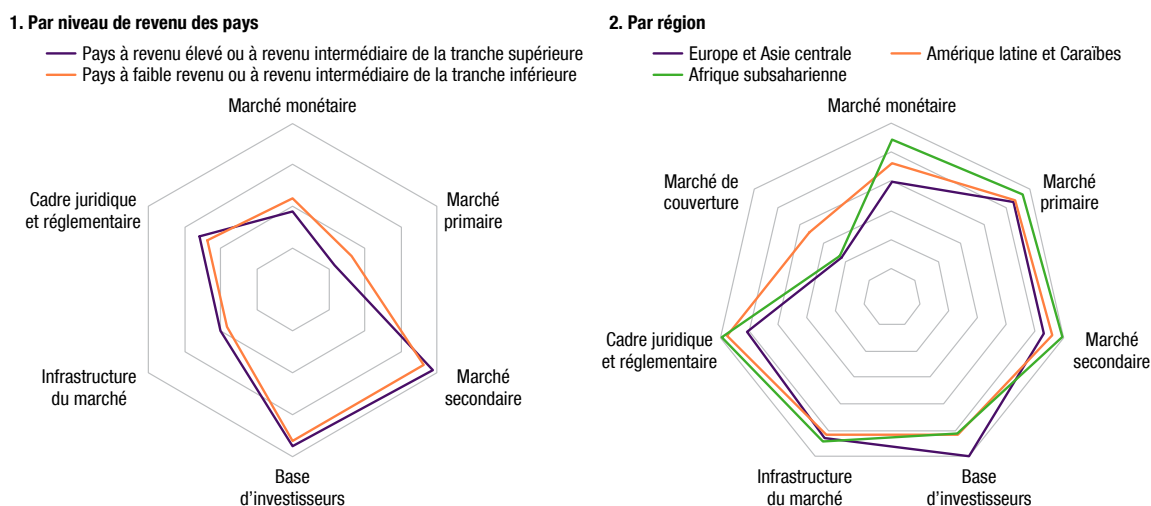
Note : DVP = livraison contre paiement ; RBTR = règlement brut en temps réel.

Dans l'intérim, les autorités pourraient adopter plusieurs politiques financières en guise de mesures de soutien. Par exemple, des mesures liées au profil des échéances ou aux types d'instruments pourraient être adoptées à court terme. De plus, il se peut qu'il soit plus facile de mettre en œuvre les mesures de réduction des risques opérationnels et des risques de règlement que les mesures structurelles.

L'analyse des réponses à l'enquête au moyen de ventilations par niveau de revenu et par région apporte un éclairage utile. Même lorsqu'ils n'affichent pas les mêmes niveaux de revenus, la plupart des pays considèrent que le développement d'une base d'investisseurs et d'un marché secondaire constitue les aspects les plus difficiles à mettre en pratique. Cela dit, une analyse de la ventilation régionale révèle que les autorités d'Amérique latine et d'Afrique subsaharienne considèrent que les enjeux liés à l'infrastructure du marché et au cadre juridique et réglementaire sont tout aussi importants que ceux qui ont trait à la base d'investisseurs et au marché secondaire, alors que d'autres régions ne partagent pas cet avis (graphique 2.2 de l'annexe).

L'enquête permet également de recenser les problèmes au sein de chaque composante.

Graphique 2.2 de l'annexe. Enjeux relatifs au développement de marchés obligataires en monnaie locale



Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

Note : Plus les lignes se rapprochent de la bordure, plus le nombre de pays sondés considèrent que ce facteur constitue un enjeu plus important.

Marché monétaire

Dans plusieurs pays émergents et pays en développement, l'excès structurel de liquidités au sein du système bancaire nuit au bon fonctionnement du marché monétaire. Les pays de toutes les régions font état de cette problématique avec, toutefois, une prévalence plus marquée en Afrique subsaharienne. Dans la plupart des cas, l'excès structurel de liquidités est alimenté par des afflux de capitaux (y compris des interventions sur le marché des changes), par des déficits budgétaires ou par la conjonction de ces facteurs (graphique 2.3 de l'annexe).

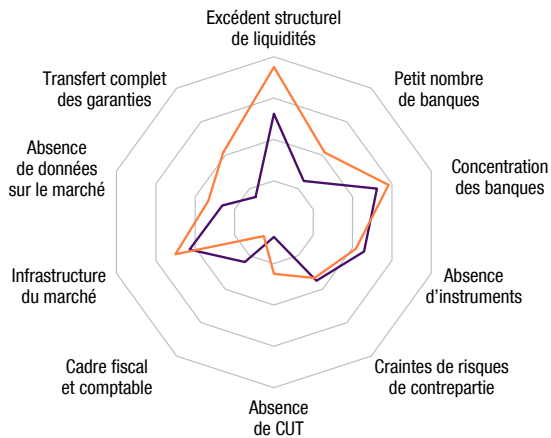
Autre enjeu qui a une incidence sur le développement du marché monétaire : la forte concentration dans le secteur bancaire, qui empêche l'activité sur le marché monétaire de gagner en importance. Ce problème semble être plus particulièrement prononcé en Europe et en Asie centrale, ainsi qu'en Afrique subsaharienne, région où il existe par ailleurs une préoccupation connexe liée aux risques de contrepartie dans les transactions interbancaires, qui segmentent le marché et freinent les échanges. Pour les pays à faible revenu et pour les pays d'Europe et d'Asie centrale en particulier, les insuffisances des infrastructures de marché sont considérées comme nuisant au bon fonctionnement des marchés monétaires.

Les responsables des banques centrales considèrent qu'il est nécessaire de renforcer la communication d'information à l'administration publique concernant les flux de trésorerie et la gestion des liquidités, quels que soient les niveaux de revenu des pays. Une gestion renforcée de la trésorerie publique et une meilleure prévision des flux de trésorerie des administrations sont également considérées

Graphique 2.3 de l'annexe. Enjeux au sein du marché monétaire

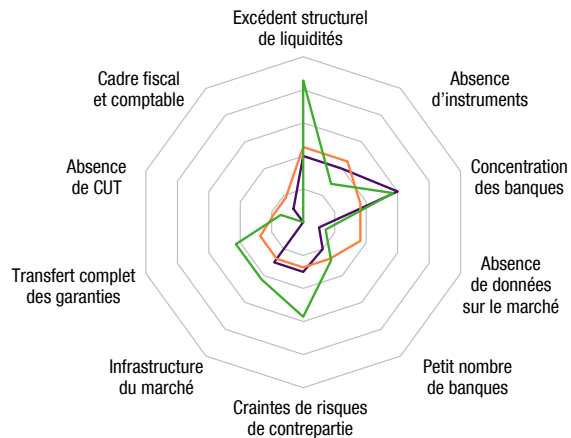
1. Par niveau de revenu des pays

- Pays à revenu élevé ou à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
- Pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire de la tranche inférieure



2. Par région

- Europe et Asie centrale
- Afrique subsaharienne
- Amérique latine et Caraïbes



Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

Note : Plus les lignes se rapprochent de la bordure, plus le nombre de pays sondés considèrent que ce facteur constitue un enjeu plus important.

CUT = Compte unique du Trésor.

comme un facteur important permettant d'accompagner la gestion de la liquidité du secteur bancaire de ces pays. Au niveau régional, la première mesure revêt une importance particulière pour les pays d'Afrique subsaharienne, ainsi que pour les pays d'Europe et d'Asie centrale (graphique 2.4 de l'annexe).

Marché primaire

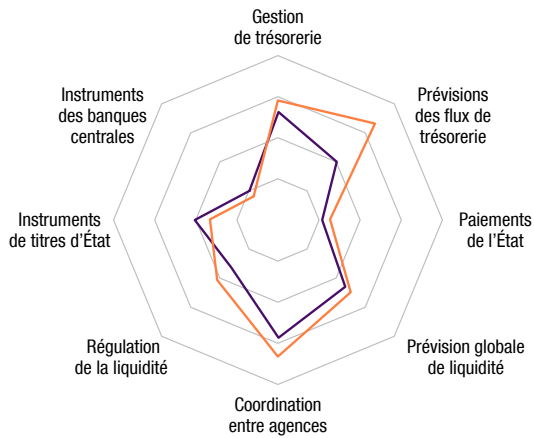
Les problèmes que connaît le marché primaire varient selon les régions. Pour de nombreux pays d'Afrique subsaharienne, le lissage du profil des échéances est particulièrement utile, mais il l'est moins pour d'autres. De plus, la création de nouveaux types d'instruments serait globalement importante pour l'Afrique subsaharienne et pour l'Europe et l'Asie centrale, mais pas autant pour les autres régions. En revanche, l'émission de titres de référence est perçue par toutes les régions comme un élément important (graphique 2.5 de l'annexe).

La médiocrité des prévisions de trésorerie est considérée comme étant une entrave à une plus grande efficacité des marchés primaires. Conjugué à l'incertitude des besoins à venir, ce problème empêche le gestionnaire de la dette d'adopter des pratiques d'émission prévisibles et régulières et de mettre en œuvre une stratégie de gestion de la dette convenable. La coordination des émissions de la banque centrale et de l'administration centrale pose également un défi.

Graphique 2.4 de l'annexe. Régulation de la liquidité : domaines d'amélioration

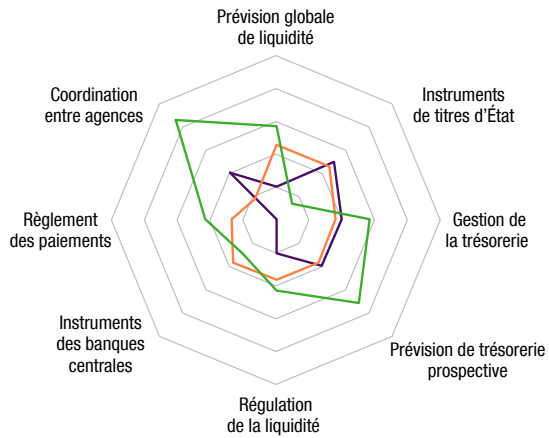
1. Par niveau de revenu des pays

- Pays à revenu élevé ou à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
- Pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire de la tranche inférieure



2. Par région

- Europe et Asie centrale
- Afrique subsaharienne
- Amérique latine et Caraïbes



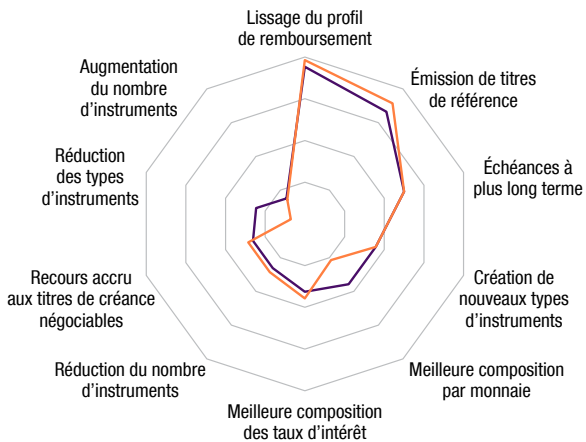
Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

Note : Plus les lignes se rapprochent de la bordure, plus le nombre de pays sondés considèrent que ce facteur constitue un enjeu plus important.

Graphique 2.5 de l'annexe. Marché primaire : domaines d'amélioration

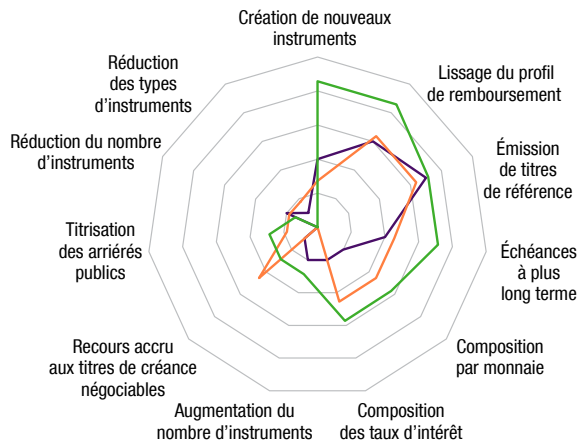
1. Par niveau de revenu des pays

- Pays à revenu élevé ou à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
- Pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire de la tranche inférieure



2. Par région

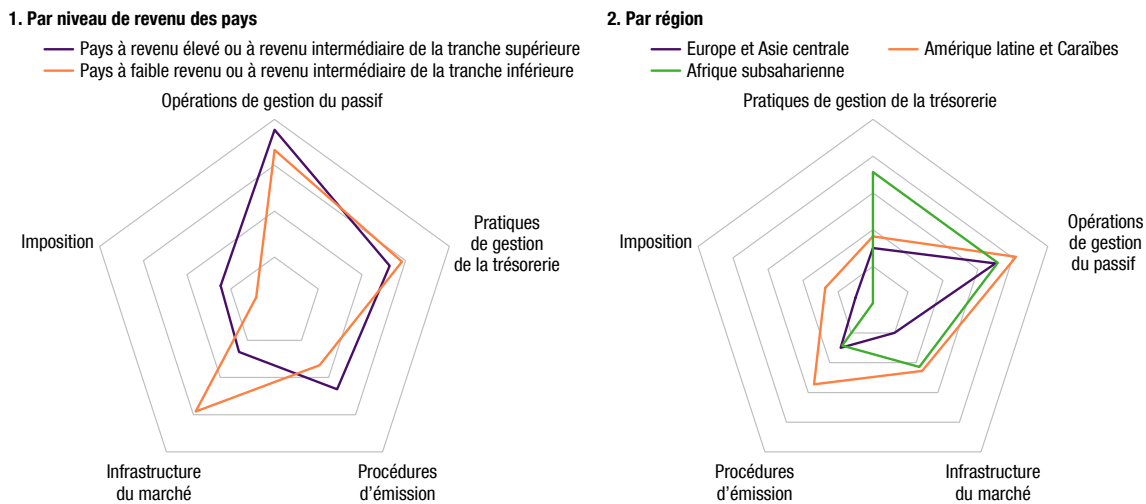
- Europe et Asie centrale
- Afrique subsaharienne
- Amérique latine et Caraïbes



Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

Note : Plus les lignes se rapprochent de la bordure, plus le nombre de pays sondés considèrent que ce facteur constitue un enjeu plus important.

Graphique 2.6 de l'annexe. Émission de titres de référence : domaines d'amélioration



Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

Note : Plus les lignes se rapprochent de la bordure, plus le nombre de pays sondés considèrent que ce facteur constitue un enjeu plus important.

Ces dernières années, de nombreux pays ont lancé un programme de titres de référence. Néanmoins, certains pays ont de la difficulté à le mettre en œuvre. Il semble être communément admis que les titres de référence permettent d'accroître la liquidité du marché et de réduire les coûts de financement. Cependant, la mise en œuvre de cette politique se trouve parfois contrecarrée par une mauvaise gestion de la trésorerie ou par l'incapacité à mener des opérations de gestion du passif pour gérer les risques de refinancement découlant des instruments de référence (graphique 2.6 de l'annexe). Ce dernier facteur semble particulièrement concerner les pays d'Europe et d'Asie centrale ainsi que d'Amérique latine. Pour ces derniers, des aspects tels que l'infrastructure du marché freinent grandement l'adoption de pratiques saines du marché primaire.

Marché secondaire

Les lacunes au sein de la structure de la base d'investisseurs empêchent l'approfondissement du marché secondaire. L'absence d'une base d'investisseurs diversifiée freine les échanges entre différents types d'investisseurs (qui pourraient vouloir acheter et vendre à différentes périodes). Qui plus est, dans les régions qui affichent un excès de liquidités, le secteur bancaire pourrait également endosser le rôle d'investisseur à long terme, freinant encore davantage l'activité du marché secondaire (graphique 2.7 de l'annexe).

Les conditions des marchés monétaire et primaire ainsi que l'insuffisance des infrastructures de marché ont également entravé le développement du marché

Graphique 2.7 de l'annexe. Enjeux sur le marché secondaire

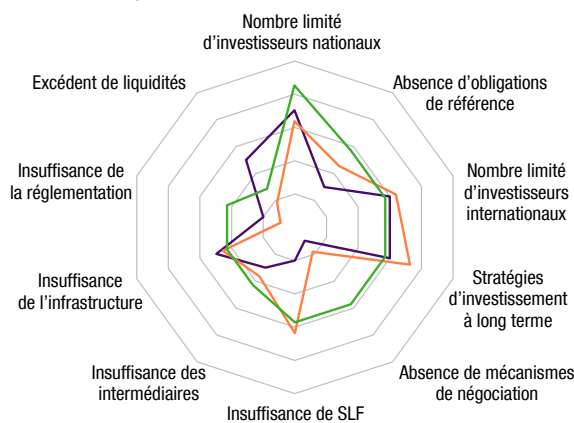
1. Par niveau de revenu des pays

- Pays à revenu élevé ou à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
- Pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire de la tranche inférieure



2. Par région

- Europe et Asie centrale
- Afrique subsaharienne
- Amérique latine et Caraïbes



Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

Note : Plus les lignes se rapprochent de la bordure, plus le nombre de pays sondés considèrent que ce facteur constitue un enjeu plus important.
SLF = facilités de prêt de titres.

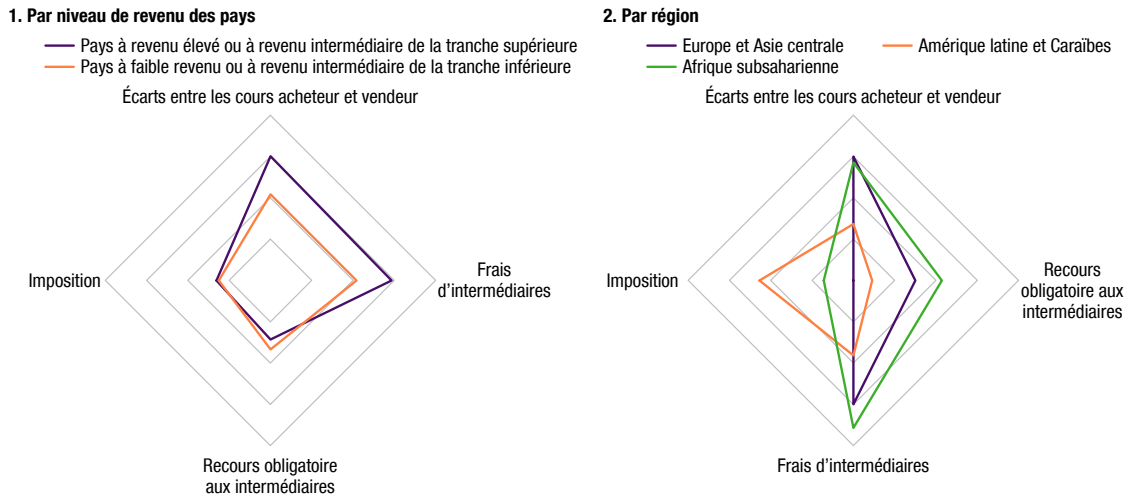
secondaire. Dans de nombreux cas, la liquidité structurelle réduit l'intérêt pour les transactions. Dans d'autres cas, l'inexistence d'obligations de référence dans certains pays complique également les transactions. D'autres problèmes, tels que l'absence d'un mécanisme de prêt de titres et une infrastructure de marché sous-développée, semblent également empêcher la tenue d'opérations. Bien qu'il s'agisse d'une exception, et non de la norme, certains pays n'autorisent pas les transactions de gré à gré afin de renforcer la transparence, mais cette interdiction limite les possibilités de transactions.

Les écarts de cotation élevés et les frais d'intermédiaires constituent les principaux problèmes qui expliquent les coûts élevés de transaction sur le marché. Il conviendrait de mener un examen minutieux de ces coûts pour déterminer s'ils sont principalement imputables à la faible liquidité du marché ou si les contraintes réglementaires engendrent une augmentation des coûts de transaction. Le recours obligatoire à des intermédiaires semble poser des difficultés pour les pays d'Afrique subsaharienne, tandis que l'imposition des transactions sur le marché secondaire pose un enjeu particulier pour les pays d'Amérique latine (graphique 2.8 de l'annexe).

Base d'investisseurs

L'absence d'une base d'investisseurs diversifiée représente un problème structurel qui empêche les pays de gravir les échelons du développement des marchés.

Graphique 2.8 de l'annexe. Marché secondaire : causes des coûts élevés de transaction



Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

Note : Plus les lignes se rapprochent de la bordure, plus le nombre de pays sondés considèrent que ce facteur constitue un enjeu plus important.

L'idée est largement répandue selon laquelle plusieurs segments doivent être développés davantage, tels que les fonds de pension ou les fonds communs de placement, un secteur d'assurance donné, ou les investisseurs étrangers et les petits investisseurs. Cette vision témoigne du rôle dominant que jouent les banques dans de nombreux pays et s'avère problématique pour l'allongement de l'échéance des portefeuilles de dette publique (graphique 2.9 de l'annexe). Dans plusieurs cas, le statut de cette composante nuit au bon fonctionnement des marchés monétaire, primaire et secondaire, tel que cela est décrit dans les sous-sections respectives.

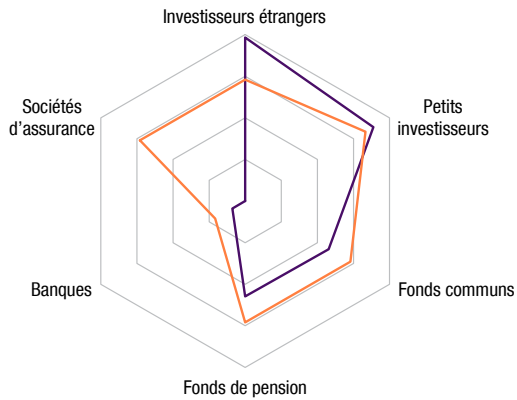
Infrastructure du marché

L'infrastructure du marché représente un élément déterminant pour les pays à faible revenu et pour la tranche inférieure de la catégorie des pays à revenu intermédiaire. L'infrastructure du marché n'entrave pas le fonctionnement de celui-ci dans un grand nombre de pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure et de pays à revenu élevé. En revanche, dans de nombreux pays à plus faible revenu, les conditions propices aux échanges ne sont pas encore réunies (graphique 2.10 de l'annexe). L'existence, notamment, de plusieurs dépositaires centraux de titres préoccupe un grand nombre de ces pays. Les capacités du personnel représentent un autre problème signalé dans tous les groupes de revenus (graphique 2.11 de l'annexe).

Graphique 2.9 de l'annexe. Enjeux relatifs à la base d'investisseurs

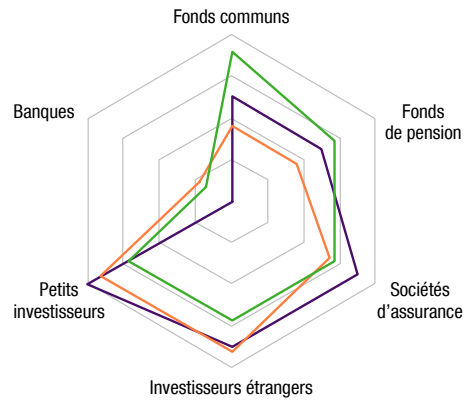
1. Par niveau de revenu des pays

- Pays à revenu élevé ou à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
- Pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire de la tranche inférieure



2. Par région

- Europe et Asie centrale
- Afrique subsaharienne
- Amérique latine et Caraïbes



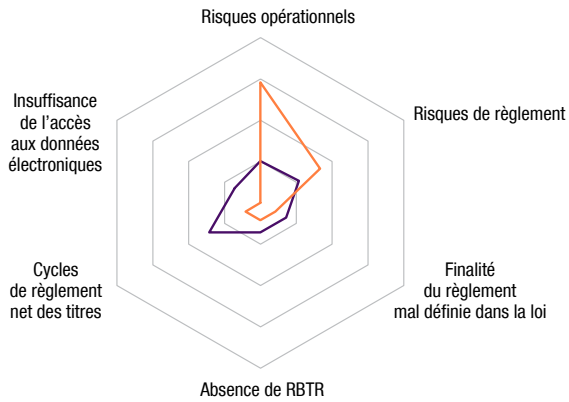
Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

Note : Plus les lignes se rapprochent de la bordure, plus le nombre de pays sondés considèrent que ce facteur constitue un enjeu plus important.

Graphique 2.10 de l'annexe. Enjeux relatifs à l'infrastructure du marché

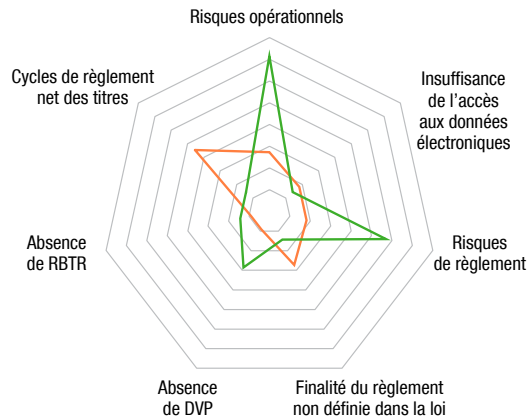
1. Par niveau de revenu des pays

- Pays à revenu élevé ou à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
- Pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire de la tranche inférieure



2. Par région

- Amérique latine et Caraïbes
- Afrique subsaharienne



Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

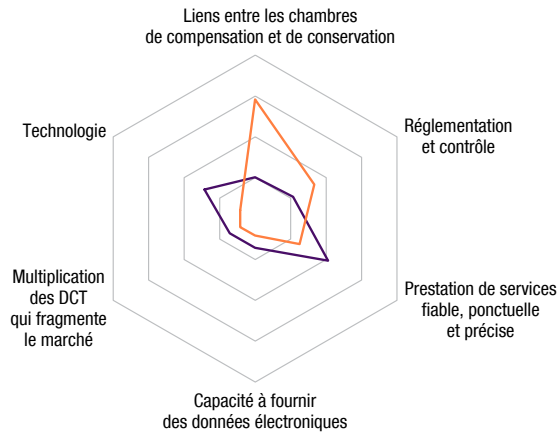
Note : Plus les lignes se rapprochent de la bordure, plus le nombre de pays sondés considèrent que ce facteur constitue un enjeu plus important.

DVP = livraison contre paiement ; RBTR = règlement brut en temps réel.

Graphique 2.11 de l'annexe. Dépositaire central de titres : domaines d'amélioration

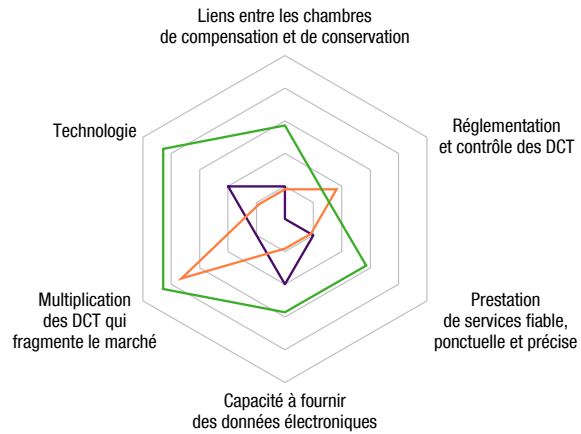
1. Par niveau de revenu des pays

- Pays à revenu élevé ou à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
- Pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire de la tranche inférieure



2. Par région

- Europe et Asie centrale
- Afrique subsaharienne
- Amérique latine et Caraïbes



Sources : FMI ; services de la Banque mondiale.

Note : Plus les lignes se rapprochent de la bordure, plus le nombre de pays sondés considèrent que ce facteur constitue un enjeu plus important. DCT = dépositaire central de titres.

Dans l'ensemble, les réponses à l'enquête révèlent que des améliorations sont encore nécessaires pour toutes les composantes. Les autorités pourraient déployer plus d'efforts pour renforcer les assises de l'infrastructure du marché, en privilégiant la réduction des risques opérationnels et des risques de règlement. Elles pourraient également éliminer les contraintes structurelles qui se manifestent généralement par l'existence d'une base d'investisseurs non diversifiée. Les politiques adoptées au sein des trois marchés, monétaire, primaire et secondaire, pourraient aussi être grandement améliorées.

Annexe 3. Cas stylisés

Séquencement des réformes

L'évaluation du diagnostic indique à quel stade de développement se situe le marché d'un pays, et guidera la conception de son plan de séquencement des réformes. Ce plan doit cependant reposer sur les objectifs de politique générale et les défis du moment à relever. Un plan de réforme accompagné d'actions gouvernementales bien échelonnées exposera les mesures nécessaires pour faire progresser un pays d'un stade de développement du marché au suivant. Plus généralement, il existe une corrélation positive entre le niveau de développement du marché des titres souverains d'un pays, le développement de son marché financier dans son ensemble et son niveau de revenu.

Cette annexe présente trois cas stylisés d'enchaînement des plans de réforme en fonction des différents stades du développement du marché. L'objectif est d'illustrer les différentes trajectoires de passage d'un stade au suivant. Les plans de réforme sont représentés sous forme de stades qui correspondent à l'évolution progressive d'un pays, du stade naissant au stade de développement (stade 1), du stade de développement au stade émergent (stade 2), puis du stade émergent au stade de maturité (stade 3). Ces phases stylisées supposent que, comme c'est souvent le cas, les pays connaissent des lacunes et des difficultés au regard de plusieurs des principaux indicateurs dans toutes les composantes.

Le tableau 3.1 de l'annexe décrit l'échelonnement des efforts nécessaires dans tous les indicateurs des six composantes du cadre MOML. Pour chaque indicateur, l'effort nécessaire est illustré par différentes nuances, la plus claire représentant l'effort inférieur et la plus foncée l'effort supérieur. Les efforts peuvent progressivement augmenter ou diminuer selon les indicateurs, en fonction de l'étape à laquelle se trouve le marché du pays. Pour chaque indicateur, l'effort peut s'accroître à mesure que le marché progresse. Les frontières entre les étapes étant

floues, l'effort nécessaire peut brièvement s'étaler sur deux stades¹. C'est donc au cas par cas qu'il faut analyser la viabilité des politiques et l'équilibre entre les avantages et inconvénients de chaque mesure de réforme.

Stade 1

Le stade 1 (passage du marché du stade naissant au stade de développement) consisterait essentiellement à jeter les bases d'une infrastructure de marché pour le marché primaire alors que les conditions macroéconomiques propices sont progressivement réunies. Les efforts de réforme commenceraient généralement sur le marché primaire, en mettant l'accent sur l'émission de titres dans un cadre fondé sur le marché. Dans le même temps, les pays devraient s'attacher à améliorer les conditions macroéconomiques propices au développement des MOML. Dans les pays émergents et les pays en développement, il s'agira le plus souvent de s'attaquer à la domination de la politique budgétaire, à la répression financière et à l'inflation élevée.

À mesure que les problèmes des conditions macroéconomiques sont pris en considération, les pays devraient progressivement adopter des mécanismes de placement et d'établissement des prix selon les lois du marché lorsqu'ils émettent des titres. L'adoption d'un tel mécanisme de placement suppose l'introduction de dispositifs d'adjudication régis par des règles qui favorisent la concurrence. À ce stade, la plupart des titres émis seraient assortis d'échéances courtes afin d'établir une courbe de taux à court terme solide. L'adoption de mécanismes d'établissement des prix selon les lois du marché vise à générer progressivement des taux de rentabilité positifs à mesure que les autorités dégagent un espace budgétaire suffisant, et à faire en sorte que le facteur coût ne menace pas la viabilité de la dette. Il se peut que de nombreux pays mettent un temps considérable pour atteindre ces objectifs, en particulier si les conditions propices ne sont pas en place. Si la banque centrale n'adopte pas en même temps un cadre opérationnel pour une politique monétaire basée sur le marché, il faudrait retenir les taux d'intérêt comme objectif opérationnel et intégrer les prises en pension dans son dispositif de régulation de liquidité. Le marché interbancaire des prises en pension peut également être mis en chantier à ce stade s'il est uniquement basé sur des titres en nantissement.

Les réformes liées au cadre juridique et à l'infrastructure de marché devraient viser à soutenir des émissions basées sur le marché. Le cadre juridique ferait en sorte que le pouvoir d'emprunter et d'émettre des titres souverains incombe au ministère des Finances de sorte que la dette ne soit pas fragmentée. Les autorités devraient faciliter le développement d'une infrastructure de marché telle qu'à son niveau le plus élémentaire, elle puisse assurer le règlement efficient et sûr des transactions sur le

¹Dans le cas des pays situés à la limite entre deux étapes, il est possible que l'effort des pouvoirs publics s'étende sur plus d'une étape et sur plusieurs composantes.

marché primaire. Dans ce cadre, on pourrait mettre en place un système d'enchères électroniques et un dépositaire central de titres. Durant ce stade, il faudrait encourager les émissions par titres dématérialisés. Les autorités peuvent également commencer à envisager de conclure des accords de négociation basiques.

Stade 2

Durant le stade 2 du plan de réforme, du stade de développement au stade émergent, alors que le marché primaire des titres à court terme est en place, l'axe des réformes s'élargit à la plupart des composantes. En outre, les conditions étant censées s'être améliorées depuis le stade 1, plusieurs domaines peuvent être abordés durant cette phase. L'un des principaux domaines sur lesquels il faudra mettre l'accent sera le renforcement de la gestion de la dette souveraine et de la trésorerie en établissant des cadres opérationnels de gestion de la dette appropriés, en consolidant le dispositif de régulation de la liquidité de la banque centrale et en développant les intermédiaires de marché.

Il faudrait s'attacher à augmenter progressivement l'échéance des titres sur le marché primaire, et notamment à perfectionner les procédures d'adjudication pour rendre plus compétitif le processus d'appel d'offres et de détermination des prix. Il faudrait simultanément renforcer le cadre opérationnel de gestion de la dette afin d'instaurer une transparence et une prévisibilité dans l'émission des titres. À cet effet, le cadre juridique devrait faciliter la gestion de la dette. Le mécanisme d'établissement des prix selon les lois du marché doit être entièrement mis en place durant cette phase, les adjudications étant généralement clôturées aux taux du marché et les résultats communiqués de façon transparente. Dans le même temps, les titres devraient être émis par des mécanismes basés sur le marché, en faisant peu appel à des obligations non négociables et des placements privés. Selon le rythme de l'amélioration du climat inflationniste ou de la dollarisation de l'économie, ou des deux, il faudrait calibrer le rythme du prolongement des échéances de façon à éviter toute pression budgétaire imprévue provoquée par une hausse des paiements d'intérêts. Un changement majeur dans la stratégie d'émission consistera à utiliser des bons du Trésor à plus court terme essentiellement à des fins de gestion de trésorerie, tout en émettant des obligations à des fins de financement. À un stade ultérieur, et une fois que des structures de gestion de trésorerie adéquates seront en place, il faudra s'efforcer de concentrer les titres et créer des obligations de référence assorties des principales échéances, y compris en ouvrant des émissions.

Les opérations sur le marché secondaire doivent être encouragées par le développement d'un marché interbancaire actif, en particulier en matière de mises en pension². Il faudra à cet effet renforcer la gestion de trésorerie de l'État et la

²Le marché interbancaire des pensions doit être soutenu à l'aide d'une structure juridique appropriée qui ressemble aux mises en pension classiques et protège les créances du prêteur sur les garanties en cas de défaut.

régulation de la liquidité de la banque centrale. Durant cette phase, le cadre opérationnel de la politique monétaire doit progressivement encourager les banques à moins recourir aux liquidités de la banque centrale et à réaliser des opérations de liquidité interbancaires, ce qui serait facilité par une transparence accrue des transactions sur le marché monétaire. À mesure que la banque centrale acquerra davantage d'indépendance opérationnelle dans ses opérations de politique monétaire, les autorités devront choisir d'utiliser des titres souverains ou de la banque centrale pour mettre en œuvre leur politique monétaire tout en veillant à ce que le marché ne soit pas fragmenté.

Le rôle des intermédiaires sur les marchés primaire et secondaire devrait être défini à l'aide d'une réglementation afférente. Ces règles devraient être renforcées par des améliorations du dispositif de supervision et de gestion des risques des participants au marché. On peut envisager de créer un système de spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), lorsque cela est possible, pour regrouper davantage les titres répartis entre les investisseurs finaux et donner une impulsion au marché secondaire. L'introduction d'un système de SVT doit être soigneusement étudiée, car, à ce stade, il faut remplir des conditions préalables minimales pour qu'il fonctionne bien³, notamment la présence durable d'un nombre suffisant de SVT attirés dans le système et un équilibre véritable entre les privilèges et les obligations qui encourage un niveau approprié de concurrence. Si ces conditions préalables ne sont pas remplies, les SVT n'apporteront pas de valeur ajoutée, et le risque de collusion augmentera sensiblement.

Dans un premier temps, la régulation des transactions sur le marché secondaire doit être axée sur le marché de gré à gré, qui continuera d'être le segment dominant des activités du marché secondaire. Il s'agira notamment de centraliser la déclaration des opérations au sein d'une agence unique afin d'améliorer la transparence post-négociation, ce qui améliorerait le processus de détermination des prix. Le déploiement d'un système de livraison contre paiement durant cette phase sera essentiel pour encourager le développement du marché secondaire et les activités de mise en pension sur le marché monétaire. La publication régulière de taux de référence accompagnée de normes de valorisation, y compris la comptabilisation à la valeur de marché de divers types d'institutions financières, fera augmenter les transactions entre les différentes catégories d'investisseurs. L'établissement des prix des titres sur le marché primaire devrait viser à combler progressivement l'écart avec les prix du marché secondaire afin de créer une

³Plusieurs conditions doivent être remplies pour qu'un système de SVT fonctionne correctement, notamment les suivantes : 1) une situation macroéconomique stable ; 2) des dispositifs juridiques et de contrôle appropriés ; 3) un système de paiements adéquat ; 4) des taux d'intérêt libéralisés (les autorités doivent être attachées à un mécanisme fondé sur le marché) ; 5) une politique d'émissions stable, prévisible et transparente (les autorités doivent s'être engagées à des pratiques de gestion de la dette transparente) ; 6) une base d'investisseurs vaste et diversifiée ; 7) un marché suffisamment grand pour accueillir un nombre suffisant de SVT afin que les comportements soient concurrentiels ; 8) un encours de la dette suffisamment élevé pour lancer des émissions liquides ; et 9) la détermination de l'entité de gestion de la dette à développer le marché (Silva et Baudouin, 2010).

symbiose entre les deux marchés, encouragée par l'établissement d'une courbe de taux pertinente. Il sera important durant cette phase de standardiser les titres et de réduire la fréquence des adjudications sur le marché primaire afin d'encourager les opérations sur divers types de titres.

Avec l'adoption d'une transparence post-négociation, l'objectif de la réforme réglementaire doit être d'établir une transparence pré-négociation, ce qui peut se faire à l'aide d'un écran de trading ou d'une plateforme électronique qui pourrait stimuler les activités de tenue du marché des intermédiaires, y compris les SVT. À un stade ultérieur, des efforts en vue de mettre en place des transactions en bourse pourraient consolider les avantages obtenus sur le marché secondaire.

Chaque fois que possible, la diversification des investisseurs sur le marché de la dette doit être étroitement liée à la stratégie globale de développement du secteur financier, en particulier avec la libéralisation du secteur bancaire et les réformes du secteur de l'épargne contractuelle. À mesure que la base d'investisseurs s'approfondira, la dépendance à l'égard des investisseurs qui détiennent les titres jusqu'à échéance devrait être réduite progressivement, en particulier pour les banques et des entités publiques. La politique fiscale applicable aux effets publics doit créer des conditions d'égalité pour toutes les catégories d'investisseurs. Il faudrait donner aux institutions non bancaires le même accès aux investissements dans les titres souverains. Pour acheminer davantage de financements, l'émission de titres doit correspondre au profil diversifié des investisseurs, et il faudrait mettre en place une réglementation prudentielle de la gestion des actifs dans le secteur de l'épargne contractuelle. Des efforts visant à développer les sociétés de gestion d'actifs telles que les organismes de placement collectif devraient être déployés dans un premier temps. Des organismes tels que les fonds communs de placement peuvent jouer un rôle important au début de l'élargissement de la base d'investisseurs en attirant l'épargne des particuliers sur le marché des titres souverains. La mise en place d'un marché simple des swaps de taux d'intérêt donnerait en outre davantage de souplesse aux investisseurs et aux intermédiaires. Si des investissements étrangers sont souhaitables, en fonction de la stabilité du compte de capital, ils pourraient être progressivement autorisés, en particulier sur le segment à long terme.

Stade 3

Durant le stade 3 (du stade émergent au stade de maturité), les réformes viseraient principalement à accroître le volume de négociation tout en diversifiant davantage la base d'investisseurs. Arrivés à cette phase, la plupart des pays auraient déjà adopté de bonnes pratiques sur le marché primaire, mais pourraient avoir besoin de les perfectionner, en particulier s'agissant des cadres réglementaires régissant les intermédiaires de marché.

La séparation des objectifs de gestion de la dette et de politique monétaire serait facilitée par un mécanisme institutionnel clair et transparent. Pour assurer cette séparation, le ministère des Finances sera chargé de prendre l'initiative de toutes les décisions opérationnelles relatives au cadre opérationnel de gestion de la dette. La stratégie d'émission devrait être solidement fondée sur la stratégie de gestion de la dette pour rendre les émissions plus prévisibles. Les fonctions de relations avec les investisseurs de la gestion de la dette devraient également être totalement opérationnelles durant cette phase. Alors que la courbe de taux des échéances plus longues est mise en place, cette phase sera essentiellement consacrée à consolider la courbe de taux en menant une politique active d'émission d'obligations de référence et à favoriser l'activité du marché secondaire. Ces efforts seraient soutenus par des opérations de gestion du passif, par exemple des rachats et des échanges. Dans les grands pays, la stratégie d'émission peut également avoir comme objectif de constituer un stock important d'obligations de référence afin de les inclure dans des indices internationaux. Le cadre juridique de gestion de la dette doit apporter la souplesse voulue pour procéder à ces opérations.

Les activités sur le marché secondaire peuvent être renforcées en rendant le système de SVT plus efficace, notamment en faisant respecter les obligations de tenue de marché. Le respect d'obligations telles que l'indication de cours acheteur-vendeur devrait être facilité en accordant des privilèges de façon claire et équilibrée (accès à des souscriptions non concurrentielles et à des facilités de prêt de titres, par exemple). À cet effet, l'entité chargée de la gestion de la dette devrait adopter un système solide d'évaluation de la performance des SVT, éventuellement suivant un principe de rotation afin d'introduire davantage de concurrence dans l'intermédiation financière. L'introduction de fonds négociés en bourse pourrait également être envisagée durant cette phase.

Pour tirer davantage parti du fonctionnement efficient du marché monétaire, les principaux participants au marché obligataire en monnaie locale devraient avoir accès au marché monétaire pour leurs besoins en liquidités. Le régime de faillite devrait permettre la compensation par liquidation des opérations de pension entre les participants au marché en cas de défaut. Autoriser la réaffectation des titres mis en pension devrait faciliter la tenue de marché par les opérateurs. Pour atténuer les risques systémiques que présente la réaffectation des titres mis en garantie, il faudrait imposer des limites prudentielles aux tierces parties appropriées ou aux dépositaires centraux de titres qui fournissent des services de substitution de titres en pension.

Durant cette phase, les pays pourraient également chercher à augmenter la part de l'investissement étranger, s'ils le jugent utile. Ils peuvent, à cet effet, autoriser les investissements étrangers dans des titres à court terme, améliorer le marché des instruments des produits dérivés en devises, donner accès aux ressources en monnaie locale et permettre aux investisseurs de détenir des obligations intérieures auprès de dépositaires centraux de titres internationaux.

Tableau 3.1 de l'annexe. Échelonnement des actions gouvernementales en faveur du développement du marché

Mesures de réforme	Stade 1	Stade 2	Stade 3
Marché monétaire			
1) Un marché des titres à court terme et un marché des pensions livrées fonctionnels			
2) Cadre opérationnel de la politique monétaire			
3) Opérations de politique monétaire			
4) Transparence			
5) Cadre juridique des opérations de pension livrée			
Marché primaire			
1) Dette intérieure négociable en pourcentage de la dette totale de l'administration centrale			
2) Stabilité du financement sur le marché intérieur			
3) Échéance des titres d'État négociables libellés en monnaie locale			
4) Longueur de la courbe des rendements			
5) Formation des prix fondée sur le marché			
6) Mécanismes de placement fondés sur le marché			
7) Prévisibilité et transparence des émissions			
8) Prévisions des flux de trésorerie de l'État			
9) Transparence des résultats des adjudications			
10) Transparence de la communication entre les autorités et les participants au marché			
11) Morcellement du marché			
12) Obligations de référence			
13) Gestion de trésorerie et gestion de la dette			
Marché secondaire			
1) Liquidité et profondeur du marché			
2) Transparence pré-négociation			
3) Transparence post-négociation			
4) Obligations des teneurs de marché			
5) Privilèges des teneurs de marché			
6) Environnement des activités de négoce			
Base d'investisseurs			
1) Participants au marché			
1.1) Profondeur et diversité du secteur bancaire			
1.2) Profondeur et diversité du secteur non bancaire			
2) Gestion des relations avec les investisseurs			
3) Investisseurs institutionnels nationaux			
4) Financement monétaire par la banque centrale			
5) Investisseurs étrangers			
6) Investisseurs à long terme			
Infrastructure du marché financier			
1) Plateformes technologiques de l'infrastructure du marché financier (cadre des systèmes d'IMF)			
2) Enregistrement des titres			
3) Risque de compensation et de règlement (DCT et procédures manuelles de l'IMF)			
4) Risque de compensation et de règlement (lorsqu'il existe une CCC)			
5) Politique en matière de gouvernance et d'accès aux systèmes (de DCT et/ou de CCC)			
6) Fragmentation du marché			
7) Soutien de l'IMF à la liquidité			
8) Transparence (données et informations)			
Cadre juridique et réglementaire			
1) Autorité chargée des emprunts			
2) Réglementation du marché et son application			
3) Protection des investisseurs			
4) Organismes de placement collectif			
5) Cadre juridique du régime fiscal			

Source : illustration des services du FMI.

Note : On peut illustrer l'enchaînement de chaque composante sous une forme stylisée à l'aide des couleurs du tableau. Les cellules les plus sombres indiquent qu'il faut porter une attention particulière à cet indicateur. À mesure que les pays passent au stade supérieur, l'indicateur peut devenir plus pertinent, ou être entré dans l'usage et exiger moins d'efforts des pouvoirs publics. CCC = chambre de compensation centrale ; DCT = dépositaire central de titres ; IMF = infrastructure du marché financier ; OPC = organisme de placement collectif.

Annexe 4. Marchés obligataires en monnaie locale et stabilité financière

Un marché d'obligations souveraines profond et liquide peut accroître la stabilité financière en absorbant mieux les tensions qui surviennent de temps à autre sur le marché et provoquent des fluctuations extrêmes des prix, et en limitant les distorsions financières qui aggravent les vulnérabilités systémiques (BRI, 2007). Un marché qui manque de liquidités peut amplifier l'effet des chocs en créant de fortes fluctuations des prix et des anticipations de prix instables, et présente un risque plus élevé de contagion sur d'autres segments du marché. En période d'incertitude accrue du marché, cette illiquidité peut compromettre la stabilité financière en réduisant aussi bien la capacité des agents à gérer les risques que celle des autorités à les surveiller. Les marchés liquides dotés d'une base d'investisseurs diversifiée sont moins susceptibles de connaître des mouvements d'investissement dans une seule direction que ceux qui sont relativement peu liquides. De façon générale, les pays émergents et les pays en développement sont plus préoccupés que les pays avancés par la résilience des marchés d'obligations souveraines.

Parmi les mesures portant sur la liquidité du marché dans les situations de tension sur les marchés, on peut citer changer le volume des titres disponibles dans le cadre des programmes de prêt de titres et modifier les politiques en matière de garantie qui influent sur les primes de liquidité (King *et al.*, 2017). Lorsque les marchés sont figés, une intervention directe de la banque centrale sur les marchés sous forme d'achats ou de ventes purs et simples de titres peut dissiper une partie du risque financier sous-jacent et contribuer à rétablir le processus de détermination des prix (FMI, 2017). De même, des adjudications sur le marché primaire en même temps que des opérations de rachat ou d'échange qui facilitent une entrée et une sortie des marchés sans obstacle peuvent également contribuer à rétablir ce processus. Lorsque les maisons de courtage sont confrontées à des contraintes de financement, la fourniture de liquidités par la banque centrale à l'aide d'opérations en qualité de prêteur de dernier ressort pourrait également être utile pour amortir l'effet de la tension sur le marché.

Dans les pays où la participation étrangère est importante, un changement des conditions monétaires ou financières internationales peut dans certains cas provoquer la vente soudaine par les non-résidents d'obligations en monnaie locale, ce qui risque d'avoir un effet perturbateur sur le taux de change. La plupart des pays avancés et des pays émergents sont préoccupés par la possibilité que l'augmentation des titres souverains détenus par des investisseurs étrangers crée une volatilité (BRI, 2019). La stabilité des investisseurs étrangers sur les marchés obligataires nationaux des pays émergents et des pays en développement dépend de manière cruciale du comportement de leurs taux de change (Chan, Miyajima et Mohanty, 2012). Le sentiment d'un désalignement des taux de change peut rendre les monnaies plus instables qu'en temps normal en réaction à un nouveau choc, et cette situation pourrait exacerber le mouvement de vente des obligations nationales par les investisseurs non résidents. Il est donc essentiel d'assouplir le taux de change et d'approfondir les marchés des produits dérivés pour couvrir le risque de change des investisseurs étrangers afin de préserver la stabilité financière liée aux marchés obligataires nationaux (Chan, Miyajima et Mohanty, 2012). L'existence d'une base locale d'investisseurs institutionnels bien diversifiée peut avoir un effet utile de stabilisation et contrebalancer l'effet sur le rendement des obligations d'un retrait des non-résidents du marché obligataire local.

Annexe 5. Les spécialistes en valeurs du Trésor

Introduction

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) peuvent faciliter le fonctionnement et le développement des marchés obligataires en monnaie locale (MOML). Bien que les particularités de l'introduction d'un système de SVT diffèrent d'un pays à l'autre, il est communément admis que plusieurs conditions préalables doivent être remplies avant d'envisager un tel système. Les droits et obligations des SVT sont conçus pour créer une concurrence et veiller au bon fonctionnement des marchés primaire et secondaire.

Un système de SVT peut assurer les fonctions et services essentiels pour favoriser le développement et le fonctionnement des MOML. Un système de SVT ne peut jouer un rôle important dans le développement de ces marchés que s'il est correctement conçu et mis en place, en tenant compte de la situation qui règne sur le marché et du stade de son développement, et s'il présente plus d'avantages que d'inconvénients. Il n'est cependant pas considéré comme une condition préalable au bon fonctionnement d'un MOML.

C'est au cas par cas qu'il faut évaluer les avantages et inconvénients d'un système de SVT, et ces facteurs peuvent évoluer avec le temps. Les SVT peuvent améliorer le processus de détermination des prix et la liquidité du marché secondaire, mais, si les conditions préalables ne sont pas respectées, un système de SVT peut limiter la concurrence et favoriser la collusion.

Contours d'un système de SVT

Il faut analyser en détail trois grandes questions pour préparer un système de SVT :

- La conception d'un système de SVT amène à définir des critères à remplir. Ces critères précisent les conditions minimales que doivent respecter les

institutions financières qui peuvent être désignées comme SVT. Lorsqu'elles choisissent les SVT, les autorités examinent des critères d'admission, notamment l'accès à l'infrastructure du marché financier (IMF), la capacité de gestion, un ratio de fonds propres, des notations et l'appartenance à une bourse des valeurs et/ou une plateforme électronique de négociation (ETP). Les institutions financières qui ne respectent pas ces critères ont peu de chances de jouer le rôle de SVT de façon correcte et systématique.

- Il faut mettre en balance les obligations des SVT avec leurs droits et privilèges.
 - En règle générale, les obligations des SVT sont notamment les suivantes :
 - 1) soumissionner sur le marché primaire, 2) placer des titres souverains auprès des investisseurs finaux, 3) s'engager à annoncer des prix fermes et privilégier les liquidités sur le marché secondaire, 4) faciliter certaines opérations de gestion de la dette, 5) conseiller l'entité de gestion de la dette (DMO) sur sa stratégie de gestion de la dette, 6) rendre compte de leurs activités sur le marché secondaire et 7) développer, à l'aide de leur stratégie de marketing, l'investissement de nouveaux clients sur les différents marchés de la dette.
 - Les droits et privilèges des SVT varient selon les pays. En règle générale, les droits permettent aux SVT de mieux s'acquitter de leur rôle tandis que leurs privilèges compensent leurs obligations. Parmi les droits les plus courants, on peut citer : 1) un accès exclusif au marché primaire, 2) un accès exclusif aux facilités de prêt de titres offertes par l'entité de gestion de la dette ou la banque centrale et 3) la possibilité de servir de contrepartie aux opérations de la banque centrale. Les privilèges les plus courants sont notamment les suivants : 1) le droit de porter le titre de SVT, 2) le classement dans le palmarès des SVT, 3) le droit de participer à des offres non compétitives et 4) un accès privilégié à des opérations lucratives de gestion de la dette. En outre, certains pays peuvent verser des commissions à leurs SVT en fonction de leur niveau d'activité.
 - Les droits et obligations doivent être bien équilibrés et calibrés en fonction de considérations générales. Les autorités devraient étudier les éléments suivants : 1) les SVT doivent se concentrer sur une analyse des composantes des MOML, les lacunes à combler et la valeur ajoutée que les SVT peuvent apporter pour les combler ; 2) les SVT doivent être examinés de façon dynamique en tenant compte de la situation qui prévaut sur le marché ; 3) l'entité de gestion de la dette ne doit pas accabler les SVT d'obligations excessives ; 4) les privilèges doivent être soigneusement calibrés et accordés proportionnellement au coût des obligations assumées ; et 5) les avantages et les coûts doivent être appréhendés dans une perspective de moyen terme.
- Il faut élaborer un cadre d'évaluation des performances régulier¹.

¹Silva et Baudouin (2010) et Jonasson et Papaioannou (2018) donnent des informations complémentaires sur cette question.

- Les évaluations des performances des SVT doivent viser au moins trois objectifs : 1) indiquer quelles sont les principales fonctions et obligations sur lesquelles les SVT doivent se concentrer, 2) constituer une évaluation périodique de l'efficacité avec laquelle les SVT s'acquittent de leurs fonctions, et 3) être un moyen d'encourager les bons résultats. La réalisation de ces objectifs exige la conception d'un processus solide, les résultats de l'évaluation des performances étant passés en revue avec chaque SVT afin de parvenir à un accord sur les mesures correctives et récompenser les plus performants. En outre, l'évaluation doit faire en sorte que des plateformes électroniques de négociation et une infrastructure du marché financier soient mises au point et largement adoptées, et doit faciliter le respect des obligations des SVT et le suivi de leur performance.

Système de SVT : Conditions préalables et modalités de mise en place

Plusieurs conditions préalables doivent être remplies pour établir un système de SVT. Elles sont analysées dans le contexte du cadre des MOML élaboré dans cette note d'orientation.

Pour mettre en place un système efficace de SVT, il faut réunir les conditions propices à l'établissement d'un MOML efficient. Un tel système peut contribuer à stabiliser la demande de titres souverains par le marché, rendre cette demande plus fiable et réduire les charges d'emprunt. En outre, un système de SVT peut être un catalyseur important des efforts de développement d'un MOML. Ainsi, ce système est inenvisageable si l'État 1) fait appel à des emprunts concessionnels ou semi-concessionnels pour satisfaire la majeure partie de ses besoins de financement, ou 2) a tendance à exercer un contrôle sur les taux d'intérêt (par des mesures de répression financière, par exemple, en cas d'écarts budgétaires importants).

De plus, les composantes des MOML doivent se situer au moins au stade 2, et de préférence au stade 3, pour qu'un système de SVT soit viable. Cependant, toutes ne doivent nécessairement être au même stade pour introduire un système de SVT. Plus particulièrement :

- **Marché monétaire.** Le marché monétaire facilite les financements à court terme et la gestion des stocks, et permet notamment de couvrir les positions courtes des teneurs de marché en titres souverains. Des marchés monétaires plus efficaces et transparents aident les systèmes de SVT à être plus efficaces. Les mécanismes institutionnels qui régissent le marché monétaire en matière de réglementation, de transparence et de cadre et d'opérations de politique monétaire doivent avoir atteint un stade plus avancé, en développement, pour qu'un système de SVT soit efficace. De plus, les SVT peuvent aider à approfondir le marché monétaire en réduisant les primes de risque de liquidité et, partant, en déterminant les taux à court terme effectifs.

- **Marché primaire.** On peut mettre en place un système de SVT si les autorités se sont engagées à long terme à emprunter sur le marché intérieur, et si le montant de ces emprunts est relativement stable et prévisible au fil du temps. Les indicateurs des politiques publiques applicables au marché primaire suivants, qui sont des conditions préalables supplémentaires au fonctionnement efficient des SVT, doivent en être au stade du développement : 1) les mécanismes d'établissement des prix selon les lois du marché et les mécanismes de placement doivent être bien ancrés pour que les titres soient attractifs ; 2) la stratégie d'émission doit permettre aux liquidités d'être concentrées sur quelques titres de référence auxquels les obligations initiales de tenue de marché des SVT s'appliqueraient ; et 3) il faudrait également que la stratégie de gestion de la dette à moyen terme soit transparente afin de donner un horizon à moyen terme à la stratégie d'investissement des participants au marché. En outre, l'introduction d'un système de SVT peut servir de catalyseur et améliorer les pratiques d'émission, accroître la transparence et concentrer les liquidités, et contribuer ainsi à faire progresser le marché primaire du stade évolutif au stade de développement.
- **Marché secondaire.** Une condition préalable à l'introduction d'un système de SVT et à son fonctionnement efficient est l'existence d'un marché secondaire qui fonctionne correctement, doté d'une infrastructure de marché adéquate et efficace par rapport à son coût. On disposera ainsi d'une plateforme efficiente et sécurisée sur laquelle les participants au marché négocieront les titres de façon équitable et transparente. Le système de SVT peut également bénéficier de l'introduction d'une plateforme électronique de négociation pour assurer la tenue du marché. L'un des objectifs de l'adoption d'un système de SVT peut être de contribuer au passage du marché secondaire d'un stade évolutif au stade de développement. Les capacités et les compétences techniques du système bancaire nécessaires pour faciliter les transactions sur le marché secondaire sont également importantes.
- **Base d'investisseurs.** Une base d'investisseurs en expansion est une condition nécessaire au lancement d'un système de SVT, ainsi qu'un nombre suffisamment élevé de banques, dont au moins cinq ou six peuvent agir en qualité de SVT. La base d'investisseurs institutionnels nationaux ne se développera que si la liquidité du marché est renforcée, ce qui passe par un nombre accru d'investisseurs. De plus, les SVT tenant lieu d'intermédiaires entre l'émetteur et les investisseurs finals, l'introduction de SVT peut approfondir la base d'investisseurs en exploitant leurs canaux de distribution, leur savoir-faire en matière de marketing, l'innovation de leurs produits, leurs services de conseils et leur rôle de teneurs de marché.
- **Infrastructure du marché financier.** Il est difficile d'envisager de mettre en place un système de SVT si l'infrastructure du marché financier est insuffisante ou en est encore à ses débuts ou en évolution. Seule une infrastructure du marché financier sans risque, solide, efficiente par rapport à ses coûts et

pratique à utiliser facilite un flux fluide des transactions sur les marchés monétaire, primaire et secondaire, ce qui renforce la confiance des investisseurs et rend plus efficaces les activités des SVT. L'accès à un dépositaire central de titres, l'existence d'un système de livraison contre paiement de titres et la dématérialisation des titres souverains sont d'autres indicateurs d'un passage du stade évolutif au stade de développement. De plus, l'adoption d'un système de SVT peut justifier que l'on investisse davantage dans l'infrastructure du marché financier pour combler toute lacune décelée.

- Cadre juridique et réglementaire. La mise en place d'un système de SVT exige un cadre juridique, réglementaire et fiscal solide afin d'instaurer des pratiques de marché équitables, de définir clairement les règles et les responsabilités des différents participants, de préserver les intérêts des investisseurs nationaux et étrangers et de dissuader les pratiques de marché déloyales telles que la manipulation du marché, les opérations d'initiés et la collusion. De plus, les SVT peuvent jouer un rôle de catalyseur en comblant les lacunes décelées dans le cadre juridique et réglementaire en matière de droits et de pratiques de marché des participants.

Modalités d'introduction d'un système de SVT

Les modalités d'introduction d'un système de SVT varient d'un pays à l'autre. Chaque pays possède son propre dispositif institutionnel, en est à un stade différent de développement du MOML, possède des conditions propices différentes et vise des objectifs distincts en mettant en place un tel système. Souvent, un groupe d'intermédiaires financiers a déjà acquis un savoir-faire spécialisé en matière de marché des titres souverains et fonctionne de fait comme teneurs de marché. Dans ces cas, l'introduction d'un système de SVT a pour objectif d'officialiser, de systématiser et d'affiner les dispositifs en vigueur. Dans d'autres cas, cette introduction a pour vocation de faire en sorte que les fonctions vitales pour le développement et le fonctionnement du MOML soient systématiquement et rigoureusement assurées.

On peut résumer comme suit les différentes étapes à suivre pour introduire un système de SVT :

1. Déterminer que les conditions préalables sont remplies².
2. Vérifier que l'introduction d'un système de SVT est effectivement avantageuse.

²Le cadre décrit dans cette note peut servir à cet effet. On peut déterminer le stade de développement des différentes composantes à partir des éléments présentés dans cette annexe, de façon à établir les conditions préalables et toute lacune majeure à combler lorsque l'on envisage d'introduire un système de SVT. Il est cependant important de déterminer le niveau des principales fonctionnalités de chaque composante mis en évidence par les différents indicateurs plutôt que le stade composite au niveau des composantes, car certaines fonctionnalités sont plus importantes que d'autres dans l'optique d'un système de SVT. L'évaluation peut aider à repérer les principales lacunes à combler avant de mettre en place un système de SVT afin d'augmenter au maximum ses chances de succès et de le rendre plus efficace.

3. Interroger les intermédiaires financiers sur leur intérêt potentiel, et vérifier qu'il existe un nombre minimal de parties intéressées.
4. Faire un appel à manifestation d'intérêt et créer un groupe de travail réunissant les parties prenantes et les parties intéressées afin de concevoir ensemble les droits, les obligations, les conditions préalables et une feuille de route.
5. Assurer la coordination entre le ministère des Finances, la banque centrale et l'autorité chargée de la surveillance du comportement sur le marché afin qu'ils se mettent d'accord sur les responsabilités respectives et l'échange d'informations.
6. Officialiser les relations entre les SVT et les autorités.
7. Mettre au point le système d'évaluation de la performance des SVT avec différents paramètres de performance, pondérations et mécanismes de récompense.
8. Lancer officiellement le système de SVT lorsque toutes les étapes ont été franchies et que toutes les conditions préalables ont été remplies.

Lors de la mise en place d'un système de SVT, il est préférable que les droits et obligations des SVT soient établis conjointement par les autorités et les SVT. Le système doit être conçu conjointement, si possible au sein d'un groupe de travail rassemblant les parties intéressées pour veiller à ce qu'il réponde aux exigences et aux attentes de tous les participants. Dans ce contexte, il est également important de déterminer les aménagements qu'il faut apporter au système de SVT pour qu'il aboutisse. Il faudrait ébaucher une feuille de route des mesures à prendre pour mener à bien l'introduction des SVT, en indiquant les modifications à faire avant leur mise en place officielle et celles qui peuvent attendre leur mise en place. Il faudrait obtenir le consensus des parties prenantes sur toutes ces questions.

Parmi les aménagements qu'il faut généralement apporter à chaque composante du MOML pour faciliter l'introduction d'un système de SVT, on peut citer les suivants :

- Marché monétaire. Il peut être nécessaire d'introduire des facilités de liquidités et des facilités de prêt de titres lorsque la liquidité reste insuffisante.
- Marché primaire. Il est parfois nécessaire de modifier les modalités d'émission afin de concentrer la liquidité dans un nombre plus réduit d'obligations de référence, en les complétant par des opérations de gestion du passif et en optant pour des enchères fermées limitées aux SVT.
- Marché secondaire. Il pourrait avoir lieu d'améliorer la transparence pré-négociation et post-négociation en recueillant et en publiant des données

pertinentes. La mise en place d'une plateforme électronique de négociation convenue d'un commun accord pourrait s'imposer afin que les teneurs de marché s'acquittent de leurs obligations avec efficacité.

- Base d'investisseurs. Certains dispositifs préexistants pourraient avoir besoin d'être renforcés, notamment en conjuguant des règles et pratiques de contrôle et des mesures de persuasion afin d'encourager les investisseurs existants à passer de stratégies d'investissement à long terme à des modes de détention plus dynamiques. De plus, les autorités pourraient avoir à apporter des précisions au code des impôts, par exemple en s'attaquant aux obstacles éventuels à la retenue des impôts à la source afin d'encourager la participation des investisseurs étrangers.
- Infrastructure du marché financier. La mise en place de dispositifs solides et sûrs de compensation, de règlement et de conservation pourrait être nécessaire pour permettre aux teneurs de marché de s'acquitter de leurs obligations de façon efficace.
- Cadre juridique et réglementaire. Les autorités devraient fixer des règles claires de conduite sur le marché pour veiller à ce que les SVT n'exploitent pas leurs privilèges au détriment des investisseurs, ou n'exploitent pas des informations privilégiées sur les ordres des clients au profit de leurs propres activités de trading.

Il est fondamental que les autorités se coordonnent pour veiller à ce que toutes les parties prenantes jouent leur rôle dans la recherche d'un développement efficace des MOML. Toute réglementation ou toute opération sur le marché par les autorités doit être conforme aux objectifs de développement des MOML qui ont été fixés et aux dispositifs établis de tenue de marché pour les SVT. De plus, il faudrait réaliser à intervalles réguliers une évaluation du respect par les SVT de leurs droits et obligations à mesure que les conditions du marché et les priorités évoluent. Enfin, les autorités devraient régulièrement déterminer si les conditions préalables à la mise en place d'un système de SVT sont toujours remplies et si ces derniers contribuent à assurer un développement équilibré des MOML.

Bibliographie

- Anderson, Phillip R. D., Anderson Caputo Silva, and Antonio Velandia-Rubiano. 2010. "Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has This Time Been Different?" Policy Research Working Paper 5399, World Bank, Washington, DC.
- Árvai, Zsófia, and Geoffrey Heenan. 2008. "A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities." Working Paper 14/174, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Awadzi, Elsie Addo. 2015. "Designing Legal Frameworks for Public Debt Management." Working Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- BIS (Bank for International Settlements). 2007. "Financial Stability and Local Currency Bond Markets." Committee of the Global Financial System Report No. 28, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- BIS (Bank for International Settlements). 2019. "Establishing Viable Capital Markets." Committee of the Global Financial System Report No. 62, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- Bossu, W., C. Hillier, and W. Bergthaler. 2020. "Local Currency Bond Markets Law Reform: A Methodology for Emerging Markets and Developing Economies." Working Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Burger, John D., and Francis E. Warnock. 2006. "Local Currency Bond Markets." Working Paper 12552, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Chan, T., K. Miyajima, and M. Mohanty. 2012. "Emerging Market Local Currency Bonds: Diversification and Stability." Working Paper No. 391, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.

- Creehan, Sean. 2015. “Developing Local Currency Bond Markets Can Help Insulate Asia from Volatility,” *Pacific Exchange* (blog), October 2, 2015, <https://www.frbsf.org/banking/asia-program/pacific-exchange-blog/developing-local-currency-bond-markets-help-insulate-asia-volatility/>.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann, and Ugo Panizza. 2005. “The Pain of Original Sin.” In *Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*, edited by Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann, 14–47. Chicago: University of Chicago Press.
- Essers, Dennis, Hans J. Blommestein, Danny Cassimon, and Perla Ibarlucea Flores. 2016. “Local Currency Bond Market Development in Sub-Saharan Africa: A Stock-Taking Exercise and Analysis of Key Drivers.” *Emerging Markets Finance and Trade* 52 (5): 1167–94.
- G20 (Group of Twenty). 2011. G20 Action Plan to Support the Development of Local Currency Bond Markets. Cannes: G20 Summit.
- Grigorian. 2019. “Nonresident Capital Flows and Volatility: Evidence from Malaysia’s Local Currency Bond Market.” 2019/23, International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund). 2012. “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View.” Policy Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund) and World Bank. 2014. “Revised Guidelines for Public Debt Management.” IMF Policy Paper, International Monetary Fund and World Bank, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund), World Bank, EBRD (European Bank for Reconstruction and Development), and OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). 2013. *Local Currency Bond Markets—A Diagnostic Framework*. International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund) and World Bank. 2018 and 2020. “Staff Note for the G20 International Financial Architecture Working Group (IFAWG): Recent Developments on Local Currency Bond Markets in Emerging Economies.” World Bank, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund) and World Bank. 2019. “Developing a Medium-Term Debt Management Strategy Framework (MTDS)—Updated Guidance Note for Country Authorities.” IMF and World Bank, Washington, DC.
- Jonasson, Thordur, Michael G. Papaioannou, and Mike Williams. 2019. “Debt Management.” In *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, edited by S. Ali Abbas, Alex Pienkowski, and Kenneth Rogoff, 192–224. Oxford: Oxford University Press.

- Jonasson, Thordur, and Michael Papaioannou. 2018. "A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks." Working Paper 18/74, International Monetary Fund, Washington, DC.
- King, D., L. Brandao-Marques, K. Eckhold, P. Lindner, and Diarmuid Murphy. 2017. "Central Bank Emergency Support to Securities Markets." Working Paper No. 17/152, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Knight, J., and B. Northfield. 2020. "Sovereign Investor Relations: From Principles to Practice." Working Paper 20/204, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Lu, Yinqiu, and Dmitry Yakolev. 1985. "Instruments, Investor Base, and Recent Developments in the Malaysian Government Bond Markets." Working Paper No. 18/95, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Malaysian Securities Commission. 2004. *Capital Market Development in Malaysia: History and Perspectives*. Kuala Lumpur: Malaysian Securities Commission.
- Mihaljek, D., M. Scatigna, and A. Villar. 2002. "Recent Trends in Bond Markets." BIS Papers No. 11, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- Park, Cyn-Young. 2017. "Developing Local Currency Bond Markets in Asia." *Emerging Markets Finance and Trade* 53 (12): 2826–44.
- Park, Donghyun, Kwanho Shin, and Shu Tian. 2018. "Do Local Currency Bond Markets Enhance Financial Stability?" ADB Economics Working Paper Series No. 563, Asian Development Bank, the Philippines.
- Peiris, Shanaka J. 2010. "Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets." Working Paper 10/88, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Silva, Anderson Caputo, and Baudouin Richard. 2010. "Primary Deal Systems: Background Note." Gemloc Advisory Services for the World Bank, Washington, DC.
- Silva, Anderson Caputo, Loic Chiquier, Thordur Jonasson, and Michael Papaioannou. 2016. "Development of Local Currency Bond Markets: Overview of Recent Developments and Key Themes." Seoul, Korea, June 20, Staff Note for the G20 IFAWG, International Monetary Fund and World Bank.
- World Bank. 2007. *Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation*. Washington, DC: World Bank.
- World Bank. 2014. "Guide to the Government Securities Market Development Toolkit for Low-Income Countries—Finance and Markets Global Practice." World Bank, Washington, DC.
- World Bank and IMF (International Monetary Fund). 2001. *Developing Government Bond Markets: A Handbook*. Washington, DC: World Bank.

