

PAYS ÉMERGENTS

Le FMI contribue au développement des marchés obligataires nationaux

Ceyla Pazarbasioglu

Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI

2 janvier 2008

- Des marchés obligataires actifs réduisent la dépendance vis-à-vis des prêts bancaires et accroissent les possibilités d'investissement
- Les sources de financement intérieures protègent les pays des aléas des marchés internationaux de capitaux
- Les efforts déployés par le FMI et la Banque mondiale pour développer les marchés obligataires nationaux sont conformes au plan d'action du G-8

À l'heure où les mouvements de capitaux atteignent des montants gigantesques, l'élargissement du marché obligataire national est devenu une priorité pour de nombreuses économies de marché émergentes. Un marché obligataire performant contribue de façon décisive à l'efficacité et à la stabilité de l'intermédiation financière ainsi qu'à la croissance économique.

De nombreux pays émergents ont libéré les mouvements de capitaux, amélioré leur environnement macroéconomique et progressé en matière d'innovation financière — d'où une augmentation des entrées de capitaux.

Dans le même temps, l'évolution démographique, les réformes des retraites du deuxième pilier (système de capitalisation intégrale avec des comptes d'épargne à gestion privée) et les changements du cadre comptable et réglementaire ont entraîné une croissance rapide des actifs gérés par des investisseurs institutionnels, dans les pays mûrs comme dans les économies émergentes. Dans certaines de celles-ci, la demande accrue d'actifs financiers intérieurs en quête de placement dépasse l'offre, d'où de fortes hausses des prix des actifs, un gonflement rapide du crédit et une appréciation de la monnaie.

S'il possède un marché des capitaux actif et efficace, un pays est davantage en mesure de parer à la volatilité des mouvements de capitaux, de procurer aux investisseurs institutionnels les instruments correspondant à leur demande de titres à revenu fixe et de limiter l'instabilité financière liée à la formation de bulles des prix des actifs. Le remplacement de sources de financement extérieures par des sources intérieures protège aussi les pays émergents d'une éventuelle exclusion des marchés internationaux des capitaux.

Relever le défi

Pour beaucoup de ces pays, la difficulté est de développer des marchés et des instruments sains pour permettre aux participants de partager les risques et les transférer aux intervenants les mieux à même et les plus désireux de les assumer. Le FMI et la Banque mondiale aident certains pays à poursuivre cet objectif, conformément au plan d'action du Groupe des Huit (G-8) en faveur de la promotion de marchés obligataires nationaux dans les économies émergentes et les pays en développement. La formulation de ce plan l'année dernière, lors de la réunion du G-8 à Potsdam (Allemagne), a été suivie de la diffusion d'un rapport d'application après l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale d'octobre 2007.

L'engagement des deux institutions s'est notamment manifesté par le Programme d'évaluation du secteur financier (PESF), par une assistance technique et par un programme de travail en commun.

Le PESF. Lancé en mai 1999 par le FMI et la Banque mondiale, le [PESF](#) a pour but d'accroître l'efficacité des efforts de promotion de systèmes financiers sains dans les pays membres. Les actions menées dans ce cadre — avec l'appui d'experts de diverses administrations nationales et d'organismes de normalisation — visent à recenser les forces et les faiblesses des systèmes financiers nationaux; à déterminer comment les principales sources de risques sont gérées; à évaluer les besoins de développement et d'assistance technique du secteur; et à contribuer à l'établissement des priorités de programmes d'action.

L'assistance technique. Le FMI et la Banque mondiale ont fourni une assistance technique substantielle aux pays qui en ont fait la demande. Dans le secteur financier, l'aide technique de l'institution se concentre traditionnellement sur la banque centrale et la réglementation bancaire. Toutefois, à mesure que les pays ont progressé vers la deuxième génération de réformes, le Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI (MCM) a étendu son action aux questions relatives aux marchés de capitaux et à la gestion actif-passif. Pour sa part, la Banque mondiale a lancé un fonds d'obligations libellées en monnaies de pays émergents ([GEMLOC](#)), qui constitue un nouveau et important vecteur d'assistance technique.

La collaboration FMI-Banque mondiale. Le Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI et le Groupe consultatif sur les marchés de capitaux de la Société financière internationale/Banque mondiale ont travaillé en concertation étroite sur la question du développement des marchés nationaux de capitaux. Les équipes se réunissent tous les mois pour coordonner leur action dans les domaines suivants :

- ***Cadres de réglementation et de supervision; mécanismes de négociation, de règlement-livraison et de garde.*** Au moyen des évaluations faites au titre du PESF par l'[Organisation internationale des commissions des valeurs mobilières](#) et dans le cadre des programmes de

conseil nationaux et régionaux, le FMI et la Banque mondiale ont dégagé des priorités de réformes dans divers pays et se tiennent prêts à apporter une assistance technique, de concert avec d'autres organisations internationales, pour remédier aux lacunes.

- **Gestion de la dette publique et développement de son marché.** Les activités engagées pour aider les pays à gérer la dette publique et à en développer le marché comprennent la formulation récente d'un programme de travail renforcé sur le suivi et l'amélioration des structures de gestion de la dette publique. On met aussi davantage l'accent sur la conception de stratégies efficaces de gestion de la dette.

- **Titrisation.** Les marchés de titres adossés à des actifs permettraient de trouver plus facilement des financements à long terme pour les investissements dans le logement et les infrastructures, tout en offrant aux fonds de pension et aux compagnies d'assurances les instruments à long terme nécessaires pour équilibrer leurs engagements. Bien que la récente crise du *subprime* montre que la dispersion des risques peut amplifier la volatilité, la titrisation a permis de développer les marchés financiers et ses mérites ne peuvent être ignorés. Toutefois, il faut absolument s'assurer que les innovations financières s'accompagnent de précautions et de mécanismes de gestion des risques adéquats. Le FMI a conçu un grand projet dans ce domaine, tandis que la Banque mondiale soutient activement les opérations individuelles de titrisation et apporte aux pays l'assistance technique dont ils ont besoin, au plan juridique et opérationnel, pour créer leurs propres marchés de titrisation.

- **Base d'investisseurs.** Les fonds de pension et les organismes de placement collectif nationaux, ainsi que les investisseurs étrangers, jouent un rôle essentiel pour accroître la taille et la liquidité des marchés obligataires. Le MCM analyse (dans le cadre du Groupe consultatif sur les marchés de capitaux) les facteurs de changement du comportement des investisseurs dans les pays émergents, les principaux obstacles à l'essor des marchés de capitaux émergents et à la participation d'investisseurs institutionnels, locaux et étrangers, ainsi que les mesures permettant de les surmonter. Le FMI, en outre, définit des pratiques optimales pour renforcer la base d'investisseurs institutionnels (y compris en procédant à des réformes telles que celle des fonds de pension) comme pour améliorer la réglementation et assurer la cohérence du traitement applicable aux investisseurs institutionnels, étrangers et autres. La Banque mondiale, dont l'assistance technique et les opérations d'investissement privilégient le secteur des fonds de pension et des compagnies d'assurances, a l'intention de se consacrer davantage à la conception de produits obligataires de nature à attirer plus de placements institutionnels. En outre, on attend du projet GEMLOC une diversification des investisseurs dans les pays émergents.

- **Apparition de marchés d'opérations de pension et de produits dérivés.** Ces marchés sont indispensables pour accroître la liquidité et permettre aux participants de se couvrir contre les risques de toute nature. Le MCM traite cette question avec plusieurs pays émergents, notamment dans le cadre d'un grand projet concernant les marchés de produits dérivés. Le

FMI, en collaboration avec la Banque mondiale, va organiser par ailleurs des ateliers régionaux avec la participation de responsables de la réglementation et de la politique économique. La Banque propose des produits dérivés à ses clients (dans le cadre de ses services de gestion des risques) et prépare les grandes lignes d'une stratégie d'aide au développement de ces marchés.

- ***Marchés obligataires des pays peu développés.*** Le FMI et la Banque mondiale ont lancé récemment une initiative commune pour aider les pays à faible revenu, notamment ceux d'Afrique subsaharienne, à concevoir et à mettre en œuvre une stratégie à moyen terme d'émission et de gestion de la dette publique. Une stratégie bien échelonnée, élaborée et appliquée permettra d'offrir au marché les instruments et autres incitations aux émissions primaires nécessaires au développement d'un marché national des obligations publiques. Le programme de la Banque mondiale pour la Construction institutionnelle de marchés de titres efficaces (ESMID), financé par l'Agence suédoise de coopération pour le développement international, aidera aussi à mettre en place des marchés obligataires dans certains pays africains, avec pour objectif initial le renforcement du financement à long terme du logement et des infrastructures.

- ***Qualité et disponibilité des données.*** L'absence de données obligataires de bonne qualité et comparables sur le plan international gêne le développement du marché dans les pays émergents. Les experts du FMI et de la Banque mondiale travaillent sur cette question avec d'autres institutions financières internationales, comme la Banque des règlements internationaux et la Banque centrale européenne. Lors d'une réunion tenue à Washington les 27 et 28 septembre 2007, le Groupe de travail sur les bases de données de titres a adopté un calendrier d'objectifs — qui comprend la rédaction d'un manuel consacré aux obligations — sur l'amélioration des données. La Banque mondiale étudie aussi la possibilité de créer un indicateur des marchés obligataires et met actuellement au point un indice des possibilités d'investissement sur les marchés obligataires émergents en liaison avec l'initiative GEMLOC.

- ***Régionalisation.*** Le FMI et la Banque mondiale redoublent d'efforts pour déterminer comment la régionalisation doit être conçue et mise en œuvre pour accroître l'efficacité, la taille et l'accessibilité des petits marchés de capitaux. La Banque étudie des exemples de régionalisation réussie pour s'en inspirer en vue d'actions futures. Une étude sur la régionalisation des titres en Afrique de l'Est est en cours au titre du programme ESMID.

- ***Échange de connaissances et d'expériences.*** Le FMI et la Banque mondiale continueront à agir sur ce point en organisant des ateliers et des séminaires (par exemple, la Conférence de la Banque mondiale sur la dette souveraine, le Forum mondial sur les marchés obligataires OCDE/Banque mondiale/FMI et le Forum des gestionnaires de la dette publique organisé par

le FMI) avec la participation de gestionnaires de la dette, de représentants d'organismes de réglementation, d'investisseurs et d'autres acteurs du marché.

Traduction d'un article paru dans *IMF Survey magazine* : www.imf.org/imfsurvey