

LE MARCHÉ SECONDAIRE FORTEMENT PRISE PAR LES INVESTISSEURS

A MAURICE, DEPUIS LA DERNIÈRE DÉCENNIE, UN CERTAIN NOMBRE DE GRANDES INSTITUTIONS SE TOURNENT DE PLUS EN PLUS VERS LE MARCHÉ SECONDAIRE. OR, LA CRISE A QUELQUE PEU FREINÉ CETTE DYNAMIQUE.

EVE FIDÈLE

DEPUIS l'introduction de la ligne directrice sur l'*Operational Framework for Primary Dealers* par la Banque de Maurice, le marché secondaire a considérablement évolué avec une diversification accrue de la base d'investisseurs. Les institutions financières non bancaires, les fonds de pension, les compagnies d'assurances, les institutions non financières (*corporate*) et les particuliers sont beaucoup plus actifs sur ce marché.

Effectivement, la Banque centrale fait ressortir que conformément à la ligne directrice, les *primary dealers* (les grosses banques autorisées à traiter directement des obligations d'État) ont largement contribué au développement du marché secondaire. Le chiffre d'affaires des transactions sur le marché secondaire s'est élevé à Rs 119,1 milliards en 2017 et a atteint un pic de Rs 210,7 milliards en 2019. La pandémie a toutefois ralenti le rythme des transactions et les activités sur le marché secondaire, en particulier dans le contexte actuel de faible rendement. Cette performance est satisfaisante avec

une croissance de 77 % sur deux ans. Cela représente en outre environ 66 % des titres en circulation du gouvernement mauricien en juin 2021. Beaucoup plus peut être fait ; cependant, cela dépend également de la capacité du gouvernement à s'endetter davantage sur les marchés de capitaux locaux via le marché secondaire (car le ratio dette/PIB a déjà atteint des niveaux «raisonnablement» élevés).

Toutefois, certains observateurs sont d'avis que le marché secondaire de la dette n'a pas été aussi actif et réussi à Maurice jusqu'à présent. Il faut savoir qu'en règle générale, on dispose idéalement d'un bureau de gestion de la dette (DMO) au sein du Trésor public en liaison avec la Banque centrale, qui elle-même assure la liaison avec les *primary dealers*. C'est ce qu'on appelle le marché primaire de la dette. Les *primary dealers* achètent

et vendent la dette et la revendent sur le marché secondaire ; où les banques *non-primary dealers*, soit les investisseurs institutionnels et de détail négocient activement cette dette.

Par conséquent, pour que le marché de la dette publique soit plus activement négocié sur la ou les bourses locales, il doit y avoir un changement de politique publique au niveau exécutif dans lequel un pourcentage fixe de toutes les





AMIT BAKHIRTA
(CEO D'ANNEAU)



DR CHIRAGRA CHAKRABARTY
(DIRECTEUR DE KATIC CONSULTING)



SAMEER SHARMA
(SPÉCIALISTE EN INVESTISSEMENT ALTERNATIF)

LES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE ONT ATTEINT UN PIC DE RS 210,7 MDS EN 2019



émissions est «obligatoirement» flottant sur le marché boursier de la dette et pas singulièrement sur les marchés primaire et secondaire (hors cote) auxquels principalement les banques, les fonds de pension et grandes compagnies d'assurances peuvent accéder à l'aise. Ces grandes institutions, comme le fait remarquer Amit Bakhirta, fondateur et CEO d'Anneau, ayant bénéficié d'un excès de liquidité dans l'économie mauricienne

et son secteur bancaire, achètent et conservent généralement ces instruments gouvernementaux à n'importe quel taux de rendement et les renouvellent lors de la ré-émission. Par conséquent, l'offre est limitée pour qu'une activité appropriée sur le marché boursier ait lieu mais il faut bien commencer quelque part.

De plus, un bureau de gestion de la dette approprié peut encore augmenter le nombre de lignes d'émission de dette intérieure. Par exemple, en dehors des bons du Trésor et des obligations d'État ordinaires, des obligations à taux fixe nominal, des obligations d'infrastructure, des obligations indexées sur l'inflation, des flottants, des «linkers» peuvent être émis par le gouvernement et être négociés plus activement pour la découverte des prix sur le marché secondaire boursier.

«L'excès de liquidité à Maurice a été tel que la dette des entreprises a été largement financée par le secteur bancaire. Depuis la dernière décennie, cependant, nous notons qu'un certain nombre de grandes institutions ont de plus en plus recours à la dette secondaire, mais étant donné la nature d'achat et de conservation des investisseurs sous-jacents – ne se négociant pas fréquemment et donc n'est pas liquide –, la découverte des prix a été limitée. Et donc, vous notez que la plupart des entreprises privées, quelle que soit leur solvabilité, émettent des dettes locales à peu près au même taux. Ce qui, sur tout marché boursier développé et actif, ne serait pas du tout plausible, car cela comporte des primes de risques différentes», explique Amit Bakhirta.

Un marché trop hétérogène

C'est un fait : nous opérons dans un marché très hétérogène, où les volumes sont limités. Tout changement, tant pour les banques que pour les clients et l'État, peut avoir des conséquences. À l'heure actuelle, il convient de s'assurer que le *repo market* interbancaire fonctionne mieux et que le marché obligataire est beaucoup moins fragmenté. Cela exigera que le gouvernement fasse beaucoup de rachats et ait réellement une stratégie de gestion de la dette qui ne soit pas séparée de la nécessité de créer un marché obligataire secondaire ayant besoin d'une bonne courbe de rendement. Pour Sameer Sharma, il y a encore du travail à faire pour consolider le marché. Il étaye ses propos : «Il doit y avoir plus d'éducation avec la base d'investisseurs institutionnels car très souvent à Maurice, 'yield' et 'returns' sont confondus pour être la même chose. Nous devons connecter ce marché aux plateformes mondiales de liquidité telles qu'EuroClear, et ces choses prendront beaucoup de temps car il faut tout d'abord maîtriser les bases avant même d'entrer sur ces plateformes. Une fois cela fait, nous pouvons penser à la vente à découvert et à des idées plus sophistiquées, y compris les contrats à terme sur obligations, etc. Nous n'avons été inclus dans l'indice obligataire Bloomberg Africa que l'année dernière, bien après de nombreux pays africains, et les exigences pour cet indice obligataire africain sont très faibles».

Avec l'impact de la pandémie, certaines entreprises ayant déjà reçu des notations de crédit «conjecturales» et ayant la plupart des dettes émises à peu près au même taux, ont commencé à faire face aux véritables prix du marché et n'ont pas pu réemettre; refinancer aux mêmes taux sous-jacents ou rembourser à tarifs préalablement convenus. Enfin, l'absence d'une forte croissance du secteur privé local et la croissance relativement timide de son *free cash flow* durant la dernière décennie ont également limité la capacité du secteur privé à émettre davantage sur les marchés secondaires.

De manière générale, un marché secondaire de la dette (tant pour les obligations souveraines que d'entreprises), s'il est «liquide»; c'est-à-dire avec de nombreuses transactions par de nombreux types d'acheteurs et de vendeurs, peut être une source critique de «signaux de prix» – affectant ainsi les primes de risques dans l'économie – et donc peut être une composante essentielle d'un financement ordonné du gouvernement et du secteur privé. Il alimente la découverte des prix et des primes de risque à tout moment, et aligne presque parfaitement les conditions macro- et microéconomiques sous-jacentes, mais aussi de financement de la dette dans une économie.

«La liquidité du marché secondaire est une caractéristique essentielle d'un marché des obligations d'État intelligent et efficace. Les investisseurs accordent une grande importance à la possibilité de négocier des volumes importants d'obligations sans risquer que ces transactions n'aient ou non un impact – souhaité ou non – sur les prix des obligations. La liquidité des marchés des obligations d'État a également un impact direct sur les possibilités de financement et les coûts de financement des entreprises privées. De plus, les marchés d'obligations d'État liquides soutiennent le développement des marchés financiers plus généralement, en raison du rôle important de référence joué par la dette publique négociable; et donc dans la tarification des primes de risque de la monnaie dans l'économie», fait remarquer Amit Bakhtaria.

De son côté, le Dr Chiragra Chakrabarty, directeur de Katic Consulting, fait ressortir qu'il est très important de développer le marché secondaire si on veut un marché obligataire primaire fort. Un marché secondaire liquide et développé peut faire des titres d'État un *near-money*, où les marchés secondaires facilitent une conversion rapide et à faible coût en espèces.

suite en page 20

Pourquoi il faut des instruments

à court terme

La Banque centrale émet des titres de 91 jours ou plus. Elle n'a pas d'instruments à court terme d'une durée inférieure à 90 jours sur le marché. Les seuls titres de créance négociés dans cette catégorie sur le marché secondaire sont les obligations dites *off-the-run*, c'est-à-dire des obligations qui ont été émises précédemment et qui arrivent maintenant à échéance. Toutefois, les transactions dans ce segment sont assez rares en raison de la stratégie d'achat et de conservation de la plupart des investisseurs.

«Le marché bénéficierait sans aucun doute de l'introduction de titres de créance d'une durée inférieure à trois mois, car cela fournirait aux banques et aux autres institutions financières des instruments leur permettant de placer sous une forme liquide des fonds qu'elles considèrent comme excédentaires, mais dont elles ont encore besoin.

En outre, cela contribuerait à donner une meilleure indication de la courbe des taux domestiques à court terme. La Banque centrale a publié une directive sur l'émission d'instruments du marché monétaire, qui permet aux institutions financières et aux entreprises de lever des instruments de dette à court terme. Le *repo* market de titres horizontal multidevises, où les transactions sont effectuées entre une semaine et plus d'un an, est très actif», souligne-t-on au niveau de la Banque de Maurice.

De l'avis du Dr Chiragra Chakrabarty, le fait que la Banque centrale n'émet pas d'instruments à court terme est, en soi, une faiblesse car cela ne permet pas de développer une courbe de rendement souverain appropriée. Nous devrions ainsi avoir des titres à court terme et des titres à long terme. En même temps, il faut garder à l'esprit que nous ne devrions pas augmenter le nombre de titres, ce qui est déjà un problème à Maurice. Car si le nombre de titres est plus important, cela segmentera la liquidité. «L'introduction de bons du Trésor à 28 jours est un bon concept, mais je suis plus favorable à l'amélioration du *repo* market à l'extrémité courte de la courbe. Si vous renforcez le *repo* market (où le sous-jacent peut être des titres d'État ou des obligations

d'entreprises AAA), cela augmentera



automatiquement la demande de titres d'État et d'obligations d'entreprises AAA, ce qui entraînera une augmentation de la liquidité sur le marché secondaire», soutient-il. Par ailleurs, les *Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities* (STRIPS) peuvent être introduits sur le marché des titres publics, ce qui peut améliorer l'offre d'instruments à court terme sans augmenter le nombre total d'émissions. Les STRIPS consistent à séparer les paiements futurs de coupons et le principal à l'échéance d'une obligation du Trésor. «Les investisseurs peuvent alors acheter séparément des séries de coupons de paiement ou le principal. Cela peut créer une demande accrue de titres publics, car les institutions peuvent acheter un flux de trésorerie futur correspondant aux passifs. Les investisseurs qui ne souhaitent qu'un seul paiement futur peuvent acheter à escompte la promesse de rembourser le principal à l'échéance sans risquer de réinvestir les paiements de coupons à un taux d'intérêt inconnu tout en évitant la charge administrative associée. Ce dégroupage des flux de paiement permet également le développement de marchés secondaires pour les coupons zéro», suggère le Dr Chiragra Chakrabarty.

suite de la page 18

Les obligations peuvent devenir un moyen d'échange pour l'emprunt et le prêt de fonds. Les marchés secondaires ouvrent également la voie à la gestion des risques par le biais de divers types de transactions dont la tarification peut être dérivée des marchés des titres publics. Par conséquent, une courbe de rendement souverain liquide devient très importante. Une fois que nous aurons un marché des titres d'État liquide et développé, cela aidera à développer un marché des obligations de sociétés basé sur celui-ci. Selon lui, la Banque centrale a joué un rôle très important dans le développement du marché secondaire à Maurice.

«Le marché secondaire a considérablement évolué en termes de trading et de diversification de la base d'investisseurs. Selon l'indice Absa Africa Financial Markets 2020, Maurice partage la deuxième position avec le Nigeria dans le paramètre de profondeur de marché. Je comprends que le paramètre de profondeur du marché prend en compte à la fois le marché des actions et celui des obligations. De cela, nous pouvons conclure que le marché secondaire du Government security est développé dans une certaine mesure. Ce dont Maurice a besoin, c'est plus de debt funds investissant dans des obligations nationales de Government security ou d'entreprises. Cela apportera beaucoup de liquidité sur le marché secondaire», estime le Dr Chiragra Chakrabarty.

MANQUE DE STRATÉGIE

Pour sa part, Sameer Sharma, spécialiste en investissement alternatif, rappelle que le fait qu'il y ait un manque de stratégie et de compréhension du fonctionnement de ces marchés dans le reste du monde est un gros problème. «Les obligations ne sont pas négociées en Bourse, mais le sont de gré à gré et les bourses n'aug-



ment pas la liquidité sur les marchés obligataires secondaires. Les bourses sont conçues pour faciliter la cotation des obligations et cela aussi, nous parlons ici d'obligations d'entreprise et c'est juste pour plus de commodité. La négociation se déroule toujours sur le marché secondaire de gré à gré. Et cela n'apporte aucune liquidité au marché obligataire secondaire. Le problème actuellement, c'est qu'il y a un manque de stratégie au niveau du gouvernement en matière d'assurance obligataire», argue-t-il.

Le marché obligataire est trop fragmenté avec trop d'émissions de petite taille. Ainsi, si on compare l'inventaire des obligations en circulation de Maurice à celui de Singapour, de l'Afrique du Sud et même de nombreux pays d'Afrique, on constate que nous avons beaucoup plus d'obligations en circulation que ces pays et que la taille des émissions est beaucoup plus petite. Cela crée une fragmentation importante. Dans ce contexte, il est très difficile pour les primary dealers de créer et de fournir des liquidités. Il y a aussi un autre problème, à savoir, que notre marché d'investisseurs institutionnels n'est pas très sophistiqué. Ils sont très passifs et ont tendance à acheter et à conserver.

Par ailleurs, estime Sameer Sharma, il est important que les taux des bons du Trésor à court terme soient très proches du taux de rachat fixé par la Banque centrale.

«Le corridor doit être beaucoup plus petit et les taux doivent en fait être beaucoup plus proches du taux repo. Si cela n'est pas fait, nous ne serons pas vraiment en mesure de créer un 'interbank repo market' qui ait du sens. Il est également important que les banques se fassent confiance, en particulier les primary dealers, et je pense que des progrès ont été réalisés en termes de Global Master Repurchase Agreement (GMRA) entre elles, afin qu'elles puissent gérer le risque de contrepartie par le biais de ces accords», fait ressortir Sameer Sharma.

Poursuivant son analyse, l'expert financier argumente qu'il aurait fallu créer un bureau indépendant distinct à la Banque de Maurice qui aurait fourni des liquidités et des stocks aux primary dealers. La South African Reserve Bank l'a fait temporairement lorsqu'elle essayait de développer son marché, il y a plusieurs décennies. Enfin, notre marché n'est pas connecté aux pools de liquidité mondiaux. Par exemple, il aurait été bien vu pour un centre financier mondial comme Maurice d'être connecté à des plateformes comme Euroclear pour sa dette intérieure. Cela aurait amené beaucoup d'acteurs étrangers sur nos marchés obligataires si nous avions bien sûr résolu le problème de fragmentation. La réalité est que les départements de conformité des banques d'investissement et des investisseurs institutionnels en dehors de Maurice ne voudront acheter que des obligations ayant une étiquette Euroclear, par exemple.

