

# Émission de dette publique et banques centrales – l'expérience du Kenya

## L'émission de dette publique au Kenya

L'émission des titres de dette publique est gérée par la Banque centrale du Kenya (CBK), agent financier du Trésor public. Le Trésor reste responsable, en dernier ressort, des décisions finales relatives au volume global de l'emprunt, et la CBK prend les décisions relatives à la taille et aux modalités des adjudications.

## Relation entre stratégie de gestion de la dette et processus d'emprunt

Le Trésor publie une stratégie de gestion de la dette à moyen terme (Medium Term Debt Strategy) qui couvre les besoins prévus sur une période de trois ans et oriente le financement du déficit budgétaire. Cette stratégie est un outil de gestion publique lié au cadre budgétaire à moyen terme, et elle repose sur les recettes et les dépenses prévues compte tenu des estimations de la croissance économique. La stratégie respecte un équilibre entre les coûts et les risques afin d'établir des limites viables pour les emprunts et garantir ainsi l'intégralité du service de la dette, en tenant compte d'un large éventail de chocs possibles.

La stratégie de gestion de la dette est un outil essentiel pour faciliter les décisions des pouvoirs publics, éviter un endettement onéreux ou une vulnérabilité budgétaire et améliorer les relations avec les investisseurs, y compris les partenaires pour le développement. En outre, cette stratégie comprend des initiatives destinées à développer un marché intérieur dynamique pour la dette.

Une fois le cadre budgétaire adopté, la CBK élabore un programme d'emprunt fondé sur la stratégie de gestion de la dette à moyen terme pour fixer le montant à emprunter, tout en remboursant les titres arrivant à échéance à un coût optimal. Dans le cadre de la préparation des programmes d'emprunt, les éléments suivants sont pris en compte : l'orientation des taux d'intérêt, les conditions de marché et la structure des échéances de la dette intérieure. Le calendrier d'émission actuel couvre tous les titres du Trésor : des bons à 91, 182 et 364 jours sont proposés toutes les semaines, et des obligations du Trésor une fois par mois.

Les titres sont émis selon la technique de l'adjudication à prix multiples fondée sur les taux d'intérêt proposés par les enchérisseurs. Cette pratique stimule la détermination des prix, ce qui est essentiel pour les échanges sur le marché secondaire. En soumettant des offres pour des obligations du Trésor aux échéances allant jusqu'à 10 ans, le marché peut fixer le coupon des obligations, ce qui révèle des informations essentielles sur les prix. Celles-ci sont prises en compte lors de l'élaboration et de la mise en œuvre de la politique monétaire, créant ainsi une courbe des rendements implicite.

## 1. Mesures prises pour allonger l'échéance de la dette publique émise sur le marché intérieur

Les émissions de dette publique sur le marché intérieur répondent principalement à l'objectif budgétaire de financement des déficits publics au moindre coût, tout en maintenant le risque à un niveau prudent. L'un des déterminants les plus importants de la stratégie d'emprunt est le *risque de refinancement*. L'allongement de la structure des échéances de la dette est donc le résultat d'initiatives visant délibérément à limiter les risques de refinancement.

Au cours de la dernière décennie, la CBK a entrepris une série de réformes visant à développer les marchés nationaux de la dette. À la suite du nouvel élan donné au programme d'émission d'obligations du Trésor, et en partenariat avec le Trésor et les intervenants de marché, la CBK a créé le Market Leaders forum. L'objectif du programme d'émission d'obligations du Trésor était alors de restructurer le portefeuille de la dette intérieure, qui se composait d'obligations et de bons du Trésor dans la proportion de 24 contre 76.

Le Market Leaders Forum s'est donc fixé les objectifs suivants : premièrement, placer des titres d'État auprès d'investisseurs potentiels avec qui ils sont en relation ; deuxièmement, conseiller la CBK et le Trésor au sujet de faits récents intervenus sur les marchés obligataire et monétaire pouvant avoir des incidences directes sur les nouvelles émissions ; troisièmement, proposer l'émission d'instruments de dette adéquats pour diversifier la gamme des produits proposés et, en conséquence, garantir la stabilité des marchés financiers. Ces objectifs posent les bases de futures réformes.

Sous l'effet du programme de réformes mené par la CBK et des efforts du Market Leaders forum, le marché obligataire kenyan a été reconnu comme l'un des marchés obligataires à la plus forte croissance en Afrique subsaharienne. Quelques-unes des initiatives prises pour allonger la structure des échéances des titres d'État émis sur le marché intérieur sont détaillées ci-après.

### a. Mise en œuvre du benchmark bonds programme

Dans les premières phases du programme pour les obligations de référence, l'émission d'obligations à taux fixe (y compris d'obligations à coupon zéro) à différentes échéances s'est déroulée sans recherche délibérée d'allongement des échéances. Cependant, la récente volonté de développer des marchés secondaires pour les titres d'État a fait que les obligations à 2, 5, 10, 15 et 20 ans sont devenues des obligations de référence. Cette étape a été décisive pour réduire la fragmentation du marché obligataire et créer la liquidité nécessaire à la mise en place d'une courbe des rendements solide et fiable. Elle a aussi joué un rôle important dans la diminution des risques de refinancement en allongeant la structure moyenne des échéances de la dette intérieure.

### b. Allongement de la courbe des rendements

Consciente de la nécessité de fournir une référence appropriée en matière de prix pour le secteur privé, en particulier pour les acteurs souhaitant proposer des financements à long terme, la CBK a allongé la courbe des rendements, en 2010 et 2011, à 25 puis 30 ans. Cette initiative n'a pas seulement donné confiance au secteur privé, elle a aussi contribué à l'allongement des échéances de la dette intérieure de l'État.

### c. Réouverture d'émissions obligataires à moyen et long terme

En septembre 2007, le Market Leaders Forum a noté que le marché obligataire kényan était très fragmenté, avec de nombreuses émissions de petite taille éparpillées le long de la courbe des rendements. Cette fragmentation a rendu le marché obligataire illiquide, induisant une certaine volatilité et allant à l'encontre du processus d'approfondissement du marché.

La CBK a entrepris avec succès la réouverture de l'émission d'obligations du Trésor en avril 2009. La première obligation proposée à la réouverture était une obligation à 5 ans. Par la suite, la liquidité est passée de 4,4 milliards à 10 milliards de shillings kényans (KES). Depuis le début de ce programme, les émissions réouvertes ont entraîné une hausse des échanges à la Bourse de Nairobi (NSE), ce qui a contribué à la réalisation de l'objectif principal de développement du marché secondaire. Du fait que les réouvertures ont concerné principalement des obligations à moyen ou long terme, la dette de l'État est, désormais, relativement bien répartie, avec des échéances allant de 2013 à 2041.

### d. Obligations d'infrastructure

Un nouvel instrument à long terme, introduit en décembre 2009, a connu un grand succès. Cet instrument, exonéré de retenue à la source, a été créé pour financer des projets prioritaires bien définis dans le secteur des infrastructures publiques.

### e. Diversification de la base d'investisseurs

L'allongement des échéances des titres émis par l'État n'aurait pas été possible sans la libéralisation des secteurs des pensions et des assurances. Le Kenya a commencé à réformer le secteur des prestations de retraite en créant la Retirement Benefits Authority en 1997 afin de guider l'évolution du secteur. Cette étape a été importante, puisqu'auparavant des fonds de pension privés et publics, ainsi que des régimes de prévoyance, étaient présents dans le pays sans être encadrés par des règles claires.

Outre la collecte des ressources des cotisants, il était évident que le secteur avait un potentiel de croissance important et longtemps négligé, et qu'il était nécessaire de modifier sa structure de gouvernance. À l'époque, le National Social Security Fund (NSSF) était le principal régime public de retraite du pays et il gérait toutes les cotisations obligatoires. En outre, la couverture par les régimes existants était si faible qu'il était nécessaire de commencer à l'étendre pour couvrir une part plus importante de la population.

Cette étape a représenté une avancée importante dans le développement des marchés, puisque les efforts du gouvernement visant à structurer et réformer le secteur des retraites se sont traduits par un accroissement de l'activité des régimes de retraite, aussi bien du NSSF que des caisses privées, sur les marchés de la dette. Le nouveau cadre réglementaire a fourni des lignes directrices encadrant un grand nombre d'investissements. Par exemple, les fonds de pension étaient tenus d'investir 70 % de leurs actifs dans des titres d'État. Cette exigence a contribué à ouvrir les marchés de la dette à une nouvelle catégorie d'investisseurs souhaitant réaliser des investissements à moyen ou long terme. Cette stratégie a aussi été utilisée pendant la réforme du secteur des assurances.

En janvier 2009, dans le but d'accroître la participation des petits investisseurs, la CBK a réduit les montants minimums requis pour investir dans les bons et obligations du Trésor. Ces montants sont ainsi passés de 1 000 000 de KES à

100 000 KES et 50 000 KES, respectivement. L'objet de cette initiative était d'encourager les petits investisseurs à augmenter leur niveau d'épargne en leur fournissant davantage de possibilités d'investissement, et aussi, plus généralement, de promouvoir l'inclusion financière.

Initialement, les entreprises publiques devaient détenir un volume important de titres d'État ; avec la libéralisation, d'autres intervenants sont arrivés sur le marché, notamment des banques commerciales, des fonds de pension et des compagnies d'assurance. La base d'investisseurs actuelle est diversifiée : elle se compose de banques commerciales, de fonds de pension, de compagnies d'assurances, d'organismes parapublics et de petits investisseurs.

#### f. Stratégie de gestion de la dette

En juin 2009, les autorités financières ont publié leur première stratégie officielle de gestion de la dette à moyen terme (appelée « 2009 MTDS », pour « Medium Term Debt Strategy »), qui englobe les exercices 2009-2010 à 2011-2012. Cette stratégie a été mise en place pour répondre, principalement, aux besoins de réduction du risque de refinancement, en particulier au niveau national et de poursuite du développement du marché intérieur de la dette ; les autorités ont mis en avant leur volonté de réduire l'exposition au risque de change émanant de l'endettement. Par conséquent, la stratégie a envisagé un recours important à l'émission de dette sur le marché intérieur pour répondre aux besoins de financement.

La stratégie de gestion de la dette a fourni des repères importants à l'appui de l'objectif d'allongement des échéances des titres d'État. Cette stratégie a contribué à orienter les emprunts intérieurs vers l'émission d'obligations du Trésor à moyen ou long terme, plutôt que de bons du Trésor. Le résultat a été un allongement de l'échéance de la dette, passée d'environ 4,7 ans en 2009 à 6,6 ans en 2012.

## 2. Influence de la dette émise par l'État sur la structure des taux d'intérêt de marché et sur la liquidité du système bancaire

Dans un paysage financier mondial de plus en plus intégré, et sous l'effet d'une mise en concurrence croissante qui en résulte dans la recherche de financements avantageux, l'émission de titres de dette a évolué vers l'utilisation de procédures et de règles relativement similaires qui facilitent ou encouragent la liquidité des marchés, ainsi qu'une structure des taux d'intérêt prévisible.

Indépendamment des objectifs de gestion de la dette, la structure des échéances de la dette influence le mécanisme de transmission de la politique monétaire. À cet égard, la CBK a continué à mettre en place des initiatives visant à accroître la liquidité des marchés et, ainsi, à avoir une influence positive sur la structure des taux d'intérêt de marché. Ces initiatives sont détaillées ci-après.

#### a. Amélioration des infrastructures des marchés

En novembre 2009, laCBK a facilité la mise en place d'un système automatisé de négociation et de règlement pour les obligations (Automated Bonds Trading and Settlement System, ou ATS). Le lien créé par ce système entre la Bourse et la CBK permet d'effectuer simultanément des échanges de titres et des règlements en espèces par le biais de l'infrastructure KEPSS, à règlement brut en temps réel, fondée sur un mécanisme de règlement-livraison, ce qui garantit l'efficacité des échanges sur les plans de la sécurité des transactions et de la fixation des prix.

Depuis, le volume quotidien des obligations échangées s'est considérablement accru. Avec la mise en place du système, le volume mensuel échangé a atteint des sommets, à plus de 30 milliards de KES, contre moins de 10 milliards de KES par mois, en moyenne, avant novembre 2009. Le volume des transactions de la Bourse de Nairobi a progressé, passant de 108 milliards de KES en 2009 à 530 milliards de KES en 2012. Cette évolution s'est traduite par une consolidation de la courbe des rendements, une sursouscription lors des adjudications et une baisse des rendements obligataires liée au renforcement de la confiance du marché. Cette évolution a amélioré la confiance sur le marché obligataire, accru sa transparence et redynamisé l'activité de la Bourse, ce qui représente une étape importante pour la croissance globale du marché obligataire.

#### b. Création d'un marché interbancaire de la pension livrée

Le mécanisme Horizontal Repo a été mis en place en septembre 2008 pour faciliter la répartition de la liquidité et il a contribué à améliorer la gamme des dispositifs de ligne de crédit entre banques commerciales. Malgré quelques difficultés passagères, ce mécanisme a fourni un outil supplémentaire de répartition de la liquidité sur le marché et dans le système bancaire.

L'instauration de ce mécanisme, parallèlement aux autres initiatives liées à l'allongement de l'échéance de la dette publique et aux réformes de la politique monétaire, a considérablement amélioré la liquidité des marchés et créé une structure des taux d'intérêt de marché plus sensible à la politique monétaire.

## Comment ces émissions sont-elles coordonnées avec la banque centrale ?

La coordination entre gestionnaires de la dette et autorités monétaires est essentielle, non seulement pour le bon fonctionnement de divers mécanismes de transmission monétaire, mais aussi pour la stabilité du système monétaire et financier.

La CBK est l'agent financier de l'État et du Trésor. Elle collabore étroitement avec eux pour atteindre les objectifs budgétaires fixés par le Trésor, tout en jouant son rôle, essentiel en matière de politique monétaire. Ces autorités travaillent ensemble pour préparer la stratégie de gestion de la dette à moyen terme et gérer les adjudications.

En ce qui concerne la planification des émissions, le Trésor fixe l'objectif d'emprunt, et la CBK élabore un programme d'emprunt pour atteindre cet objectif. Ce calendrier est ensuite pris en compte lors de la mise en œuvre des objectifs des opérations monétaires.

Le comité de gestion des adjudications (Auction Management Committee), auquel il revient de déterminer les résultats des adjudications, se compose de membres du Trésor et des départements de la CBK en charge de la recherche économique, de l'activité bancaire et de l'élaboration et de la mise en œuvre de la politique monétaire.

## Dans quelles circonstances la banque centrale devrait-elle émettre ses propres titres de dette, et pour quelle échéance ?

Les banques centrales du monde entier s'efforcent d'atteindre leurs objectifs de politique monétaire dans un contexte d'excès de liquidité dans le système bancaire national. Parmi l'éventail d'instruments disponibles, l'émission de titres de la banque centrale est une stratégie qui a été utilisée efficacement par un certain nombre d'entre elles.

Dans plusieurs pays, les banques centrales ont eu recours à l'émission de titres propres lorsque le marché des titres d'État n'était pas suffisamment développé ou quand les gouvernements hésitaient à émettre un volume qui serait suffisant pour approfondir le marché obligataire. Certaines banques centrales ont émis leurs propres titres en raison de l'absence de titres d'État appropriés, utilisables pour gérer la liquidité du marché.

Dans le cas du Kenya, la CBK n'émet pas ses propres titres. Lorsque cette possibilité a été envisagée, l'un des principaux inconvénients mis en avant a été l'éventualité que le marché considère les bons de la CBK comme étant en concurrence avec les bons du Trésor, ce qui pourrait être source de confusion. C'est pourquoi il conviendrait de mettre l'accent sur les instruments permettant aux banques centrales de gérer la liquidité et sur les instruments d'émission de dette publique, autrement dit à des titres permettant d'approfondir le marché obligataire, au moyen d'actifs sans risque, et d'encourager le secteur privé à participer au développement d'un marché obligataire dynamique, en vue d'établir une source de financement durable.

Au lieu d'émettre ses propres bons, la CBK a convenu avec le Trésor public qu'elle convertirait la dette de ce dernier à son égard en bons du Trésor à 1 an pour une utilisation réservée aux opérations d'*open market*. Ces titres, appelés Central Bank Repo securities, font partie de l'encours de dette détenue sur la marché intérieur.