

## Réduction de la vulnérabilité financière : développement du marché intérieur des obligations d'État au Mexique<sup>1</sup>

*De nombreux signes montrent que les diverses mesures prises par le gouvernement mexicain ont contribué au développement du marché intérieur des obligations d'État. Celui-ci a connu une expansion rapide, avec un allongement des échéances et une amélioration de la liquidité du marché secondaire. Sur le marché primaire, les adjudications sont également devenues plus efficaces. Cependant, malgré ces progrès considérables, des faiblesses subsistent.*

JEL : E440, G180, H630, O160.

Au Mexique, le marché intérieur des obligations d'État a connu une expansion rapide depuis le milieu des années 90. Cette évolution reflète en partie la volonté des autorités de développer les sources de financement nationales pour réduire la dépendance du pays envers les flux de financements externes. Le retrait brutal des capitaux étrangers, fin 1994, a entraîné au Mexique une crise économique et financière profonde, la « crise tequila », qui a fait prendre conscience aux autorités des risques associés à une forte dépendance à l'égard des financements externes.

Le gouvernement mexicain a favorisé le passage au financement intérieur par des réformes macroéconomiques et structurelles visant à renforcer la demande de dette nationale, ainsi que par l'introduction d'une stratégie de gestion de la dette clairement définie. Ces mesures ont généralement réussi : le gouvernement est parvenu à émettre un nombre croissant de titres de dette domestiques à taux fixe et à créer une courbe des rendements à long terme, deux résultats remarquables pour une région où les emprunts à court terme ou indexés demeurent la règle.

Le présent article décrit les efforts des autorités pour développer le marché intérieur des obligations d'État et étudie leur effet sur le montant, la composition et la liquidité de la dette du secteur public. Il se termine par une

---

<sup>1</sup> Les points de vue exprimés ici sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI ou de la Banque du Mexique. Les auteurs remercient Claudio Borio, Gregor Heinrich, Frank Packer, Camilo Tovar et William White pour leurs commentaires, ainsi que Dimitrios Karampatos, Rodolfo Mitchell Cervera, Francisco Pérez Estrada, Michela Scatigna et Claudia Tapia Rangel pour leur précieuse assistance technique.

évaluation des progrès accomplis et souligne certains obstacles sur la voie du développement du marché.

## Réexamen de la politique de gestion de la dette après la crise

Le marché obligataire intérieur est demeuré sous-développé pendant une grande partie de l'histoire moderne du Mexique. Comme le montrent les conclusions générales de l'étude de Burger et Warnock (2003) sur les économies émergentes, de mauvais antécédents en matière d'inflation et, par suite, un manque de crédibilité de la politique monétaire ont rendu pratiquement impossible, pour le gouvernement ou les résidents, de placer des titres classiques à long terme sur le marché intérieur. En effet, les bailleurs de fonds n'étaient disposés à prêter en monnaie locale qu'à très courte échéance ou avec des rendements indexés sur l'inflation, sur les taux à court terme ou sur le dollar EU, en raison d'anticipations inflationnistes bien ancrées. Ils consentaient, bien sûr, à accorder des prêts en devises, surtout en dollars EU<sup>2</sup>.

La crise a constitué un bon exemple des risques liés à une forte dépendance envers les titres indexés sur le dollar. Le début des années 90 s'est caractérisé non seulement par une vive appréciation du peso mexicain, mais aussi par une nette détérioration de la balance des paiements courants du pays, malgré une amélioration régulière de la situation financière du secteur public (Agenor et Montiel (1999)). Le développement rapide de la dette extérieure du Mexique a suscité, chez les investisseurs, des craintes de dévaluation ou de défaut du pays. Au cours de l'année 1994, ces derniers se sont montrés de plus en plus réticents à renouveler leurs cetes (à court terme et en pesos), préférant transférer leurs fonds vers des tesobonos (à court terme et indexés sur le dollar). Ce mouvement a procuré un répit temporaire au gouvernement, mais la nature à court terme de ces titres signifie également que le passage aux tesobonos a été extrêmement rapide : fin 1994, ceux-ci représentaient la plus grande partie de la dette domestique, contre 4 % environ en début d'année. Le retrait brutal des investisseurs étrangers, fin 1994, et la forte baisse du peso mexicain qui a suivi ont entraîné une augmentation fulgurante de la valeur en pesos des emprunts d'État indexés sur le dollar, ce qui a ajouté une dimension budgétaire à la crise. Cet épisode a conduit à une grave instabilité financière, puis à une très longue récession.

La crise a montré que, malgré les succès du gouvernement mexicain dans le domaine budgétaire les années précédentes, la faiblesse de la structure de sa dette l'avait rendu vulnérable à un retrait soudain des investisseurs étrangers. Afin de réduire sa dépendance à l'égard des financements externes à court terme, le gouvernement a, depuis, accompli d'importants efforts pour

La crise souligne les risques liés à un financement par titres indexés...

...et incite à développer le marché intérieur

---

<sup>2</sup> L'incapacité d'un pays à emprunter sur le marché intérieur à long terme et/ou à l'étranger dans sa propre monnaie est désignée par l'expression « péché originel » (Eichengreen *et al.* (2003)). Les adeptes de cette thèse soutiennent que cette situation accroît la vulnérabilité d'un pays, car l'accumulation de dette externe par les secteurs public ou privé en rend le service difficile lorsque le change se déprécie. Par suite, ce risque réduit la volonté des non-résidents de financer le pays, rend ce financement plus sensible à une conjoncture défavorable et limite la marge de manœuvre des autorités. Voir Goldstein et Turner (2004) ainsi que Borio et Packer (2004).

développer un marché obligataire intérieur viable<sup>3</sup>. Ces efforts ont surtout visé à améliorer les conditions de l'offre et de la demande d'emprunts d'État. Nous examinons ces deux aspects dans les parties qui suivent.

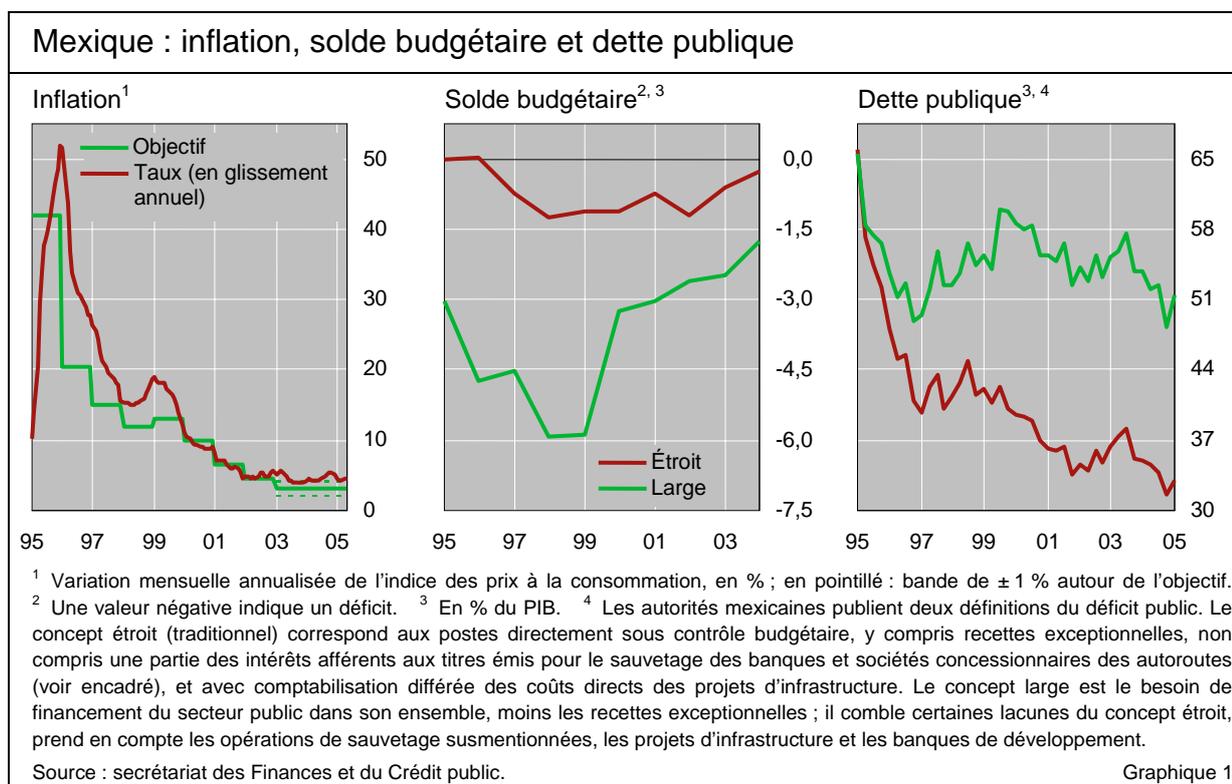
## Renforcement de la demande d'emprunts d'État

La demande de titres d'État est stimulée par la stabilisation macroéconomique...

L'un des objectifs de la stratégie du gouvernement pour développer un marché obligataire intérieur était d'améliorer les conditions de la demande. La stabilisation de l'environnement macroéconomique, depuis le milieu des années 90, y est largement parvenue. Le cadre de la politique monétaire de la Banque du Mexique a réduit durablement l'inflation : le rythme de hausse de l'indice des prix à la consommation est revenu de 52 % en 1995 à un peu moins de 5 % en 2004 (graphique 1). Simultanément, le gouvernement est généralement parvenu à atteindre ses objectifs de réduction du déficit budgétaire au sens étroit<sup>4</sup>.

...la réforme de l'investissement institutionnel...

Par ailleurs, la réforme de l'investissement institutionnel a fortement contribué à intensifier la demande d'emprunts d'État. En 1997, le gouvernement a radicalement modifié son régime de retraite pour le secteur privé (le secteur public n'a pas été affecté). Le système existant à prestations définies a été remplacé par un régime obligatoire à cotisations définies, entièrement financé par des fonds spécifiques gérés par des sociétés privées



<sup>3</sup> Pour plus de détails, voir Sidaoui (2002).

<sup>4</sup> Si la réduction du déficit budgétaire du secteur public large a été plus lente qu'initialement espéré, d'importants progrès ont cependant été accomplis (Banque du Mexique (2004)).

(Administradoras de Fondos para el Retiro, AFORES). Le nouveau système de retraite à gestion privée s'est vite développé : les actifs gérés sont passés de presque rien en 1997 à MXN 470 milliards fin 2004, soit 6,5 % du PIB. Environ MXN 400 milliards détenus par les AFORES sont placés en titres d'État.

Fin 1998 a été créé le Mercado Mexicano de Derivados (MexDer), spécialisé dans le négoce des contrats sur actifs financiers. L'activité sur instruments à revenu fixe a connu un rapide essor, encore que près de 100 % des transactions portent sur le TIIE 28 jours (taux d'intérêt interbancaire d'équilibre). Quoi qu'il en soit, il est dit que le segment long de la courbe en a profité, dans la mesure où les contrats sur taux courts sont utilisés pour la couverture et la tarification des swaps de taux longs.

En 2000, le gouvernement a voté une nouvelle loi sur la faillite permettant aux détenteurs de garanties dans un accord de pension de dénouer leurs transactions par anticipation en compensant leurs droits et obligations envers une contrepartie défaillante. L'ancienne loi exigeait que les intervenants s'acquittent de leurs obligations avant de pouvoir réclamer leurs créances. En 2003 et 2004, le gouvernement a fait adopter de nouvelles lois relatives aux transactions temporaires sur titres, dans le but de stimuler la demande nationale et étrangère d'emprunts d'État.

...l'instauration du négoce des dérivés...

...et l'adoption d'un cadre juridique plus sûr pour les pensions

## Gestion de l'offre d'emprunts d'État

Depuis 2000, le Mexique suit une stratégie de gestion de la dette publique clairement définie qui vise à améliorer et rationaliser l'offre d'emprunts d'État. Cette stratégie globale comporte cinq grands axes : priorité au financement intérieur des déficits budgétaires ; allongement de l'échéancier ; mise en place d'une courbe des rendements domestique liquide ; amélioration de la prédictibilité et de la transparence des émissions ; mesures structurelles destinées à renforcer le marché.

Le Mexique applique une stratégie de la dette clairement définie reposant sur...

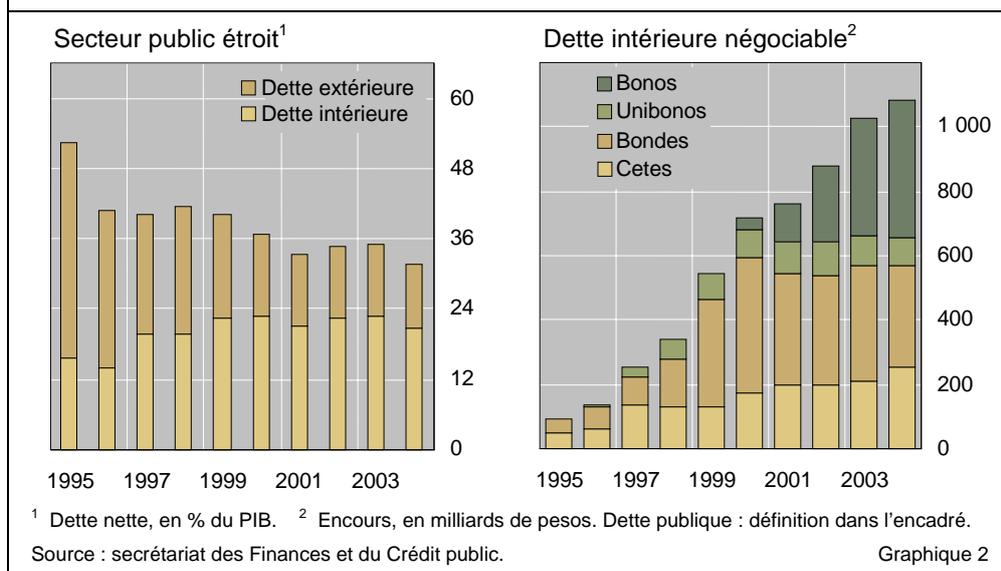
Pour atteindre le premier de ces objectifs globaux, le gouvernement fédéral s'est tourné vers le marché intérieur pour financer son déficit budgétaire et a commencé à réduire le montant de la dette extérieure (graphique 2). Depuis 2001, le déficit budgétaire est financé localement en totalité. En 2004, des emprunts domestiques ont été utilisés pour rembourser \$1,8 milliard de dette extérieure, soit beaucoup plus que l'objectif fixé pour cette année-là (\$500 millions). Ainsi, la part nationale de la dette du secteur public étroit est passée de seulement 30 %, fin 1995, à 65 % fin 2004.

...une priorité au financement intérieur...

Depuis 2000, l'État fédéral cherche aussi à réduire son risque de refinancement en allongeant progressivement l'échéancier de sa dette. Pour cela, il a étendu l'échéance des emprunts indexés sur les taux courts et l'inflation, et lancé des émissions obligataires à taux fixe, d'abord à 3 et 5 ans en 2000, puis à 10 ans en 2001, à 7 ans en 2002 et à 20 ans en 2003. Le programme de gestion de la dette publique fédérale pour 2005 soulignait que les besoins de financement nets du gouvernement continueraient d'être satisfaits essentiellement par des titres à taux fixe à moyenne et longue échéance.

...un allongement de l'échéancier de la dette...

## Mexique : dette de l'État fédéral – volume



...l'accroissement de la liquidité du marché secondaire...

L'État fédéral a également pris d'autres mesures pour augmenter la liquidité du marché secondaire. Ainsi, il a souvent rouvert un petit nombre d'émissions phares dans le but d'étoffer l'encours de chacune d'elles jusqu'à atteindre un degré de liquidité acceptable. Pour éviter une concentration excessive de remboursements à certaines dates, il a aussi adopté une stratégie de gestion active. Enfin, il a récemment annoncé un programme d'échange d'obligations à court terme contre des titres à long terme. Ce programme devrait en outre réduire le risque de refinancement et atténuer l'effet d'importants remboursements de dette sur la liquidité du marché.

...une plus grande transparence dans la gestion de la dette...

La prévisibilité et la transparence ont également joué un rôle central dans la stratégie de gestion de la dette. Le gouvernement a pris une première mesure en 2002, quand il a renoncé à sa faculté de plafonner le taux d'intérêt auquel il était prêt à accepter les offres lors des adjudications. Depuis 2004, il publie sa stratégie pour l'année, en complément des objectifs trimestriels d'adjudication pour chaque type de titre d'État. À l'heure actuelle, il annonce un calendrier d'adjudications trimestrielles indiquant l'offre par type d'instrument pour chaque adjudication hebdomadaire ainsi que le détail des émissions qui seront proposées durant le trimestre.

...des réformes structurelles sur le marché primaire...

En outre, le gouvernement a réformé la structure du marché obligataire intérieur. Progressivement, les adjudications de titres d'État ont été ouvertes à une plus large gamme d'investisseurs, tels les fonds de pension, les fonds communs de placement et les entreprises d'assurances. Une participation plus équitable au processus de soumission s'est accompagnée d'améliorations dans la plateforme d'adjudication électronique de la Banque du Mexique : désormais les résultats sont publiés dans la demi-heure qui suit la clôture de l'adjudication (contre 5 heures en 1993).

## Mexique : structure du marché domestique de la dette publique

Les autorités mexicaines se réfèrent à deux concepts de dette publique. Le secteur public au sens étroit couvre l'État fédéral et plusieurs autres entités fédérales sous son contrôle budgétaire direct (sécurité sociale, par exemple). Le secteur public au sens large correspond à l'État fédéral et à toutes les autres entités du secteur public, y compris entreprises publiques non financières, banques de développement et fonds fiduciaires extrabudgétaires. Il inclut aussi l'Institut de protection de l'épargne bancaire (Instituto para la Protección al Ahorro Bancario, IPAB), le Fonds fiduciaire pour le sauvetage des autoroutes en concession (Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas, FARAC) de même que les projets d'infrastructure à retombées différées sur la dépense publique (PIDIREGAS).

L'IPAB, entré en activité en 1999, gère la dette résultant du sauvetage du secteur bancaire après la crise financière de fin 1994. À l'époque, l'État fédéral fournissait une garantie implicite pour la plupart des engagements bancaires et supportait une grande partie du coût du renflouement des banques. L'IPAB a commencé d'émettre des Bonos de Protección al Ahorro (BPA) en 2000. Le FARAC, également né de la crise financière, a pour objet de sauver les sociétés privées concessionnaires des autoroutes. Les PIDIREGAS sont inclus dans les statistiques de la dette fédérale, car leur financement est, en partie, d'abord pris en charge par le secteur privé, puis transféré au gouvernement fédéral une fois les projets achevés.

Le secrétariat des Finances et du Crédit public est responsable exclusif de toutes les activités liées à la dette de l'État fédéral et collabore avec d'autres agences fédérales pour déterminer le type d'instruments à lancer, leur montant et les dates d'émission. Les deux principaux émetteurs de

### Mexique : dette publique – principaux instruments

Titres émis par l'État fédéral					
Instrument	Type de coupon	Échéance	Fréquence d'émission	Encours à fin 2000 <sup>1</sup>	Encours à fin 2004 <sup>1</sup>
Certificados de la Tesorería de la Federación (cetes)	Zéro	28, 91, 182 et 364 jours	Hebdomadaire et mensuelle	182,7	257,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (bondes)	Indexé sur taux cetes	5 ans	Bimensuelle	416,5	310,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en Unidades de Inversión (udibonos)	Indexé sur l'inflation	10 ans	Mensuelle	85,6	84,6
Bonos a Tasa Fija (bonos)	Fixe	3, 5, 7, 10 et 20 ans	Mensuelle	33,3	427,9
Titres émis par d'autres grands émetteurs du secteur public					
Instrument	Type de coupon	Échéance	Fréquence d'émission	Encours à fin 2000 <sup>1</sup>	Encours à fin 2004 <sup>1</sup>
Bonos de Protección al Ahorro del IPAB (BPA)	Indexé sur taux cetes	3, 5 et 7 ans	Hebdomadaire et bimensuelle	69,0	382,5
Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México (BREM)	Indexé sur taux j/j interbancaire	1 et 3 ans	Hebdomadaire	22,0	232,9
Pagares de Indemnización de Carreteras (PIC) del FARAC	Indexé sur l'inflation	20 et 30 ans	Mensuelle	51,1	110,5

<sup>1</sup> En milliards de pesos.

Source : secrétariat des Finances et du Crédit public, programme de la dette fédérale pour le deuxième trimestre 2005.

titres de dette négociables sur le marché domestique, l'État fédéral et l'IPAB, publient un calendrier trimestriel fournissant aux marchés des informations concernant le volume et la composition des émissions futures.

Les instruments émis par le l'État fédéral (cetes, bondes, udibonos et bonos) présentent une large gamme d'échéances, tandis que l'IPAB se concentre sur les BPA à moyen terme, indexés sur les taux cetes à 28, 91 et 182 jours. Fin 2004, l'encours de la dette intérieure négociable de l'État fédéral et de l'IPAB s'élevait à MXN 1 081 milliards et MXN 383 milliards respectivement.

La Banque du Mexique est également un acteur important du marché de la dette intérieure. Si, traditionnellement, elle utilise les titres d'État pour injecter ou reprendre des liquidités dans le marché monétaire, en 2000, elle s'est mise à émettre ses propres emprunts (Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México, BREM), pour stériliser les incessantes entrées de réserves de change. L'encours des BREM, indexés sur le taux interbancaire au jour le jour, se montait à MXN 233 milliards fin 2004. La stérilisation de liquidités grâce à cet instrument permet à la Banque du Mexique de mieux atteindre ses objectifs de politique monétaire, en limitant les distorsions sur le marché de la dette publique. Les BREM ne figurent pas dans les statistiques de la dette publique.

...et sur le marché  
secondaire...

En 2000, le gouvernement a instauré un nouveau système de négociation de la dette d'État. Les teneurs de marché ont pris trois engagements : faire une offre portant sur un montant minimal de titres lors des adjudications ; fournir à tout moment des cours à la vente et à l'achat pour un montant minimal de titres à revenu fixe ; plafonner l'écart de cours acheteur-vendeur (actuellement à 125 pb). En échange, ils ont reçu trois droits : participer à l'adjudication avec option de surallocation<sup>5</sup> après l'adjudication publique ; rencontrer régulièrement les administrateurs de la dette fédérale ; accéder au guichet de prêt de titres de la Banque du Mexique.

...une meilleure  
diffusion des  
cours du marché...

La connaissance des cours déterminés par le marché constitue un élément essentiel du développement des marchés secondaires et de l'évaluation des portefeuilles des intermédiaires. Ces dernières années, la Banque du Mexique, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) et la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) ont uni leurs efforts pour assurer aux intervenants un meilleur accès aux cours journaliers des titres de dette négociables à taux fixe. Ces efforts ont suscité la création de sociétés privées de distribution de données sur les cours du marché, chargées de rassembler les informations fournies par les courtiers et de les diffuser à l'ensemble des intervenants. La plupart des intermédiaires financiers sont désormais tenus d'utiliser les services de revendeurs agréés d'informations sur les cours.

...et le lancement  
d'un programme  
permettant le  
démembrement  
des obligations

En 2005, le gouvernement a lancé un programme permettant aux intervenants sur obligations d'État de démembrer et reconstituer tous les bonos et udibonos. La réouverture régulière, par le gouvernement, d'émissions à coupon semestriel permet une parfaite interchangeabilité des caractéristiques de coupon entre instruments d'échéance différente. Les obligations à long

<sup>5</sup> L'option de surallocation (« *green shoe* ») accordée par un émetteur aux teneurs de marché permet d'émettre des titres supplémentaires en leur faveur pour couvrir toute position courte pouvant découler d'une distribution excessive de titres aux souscripteurs finals. Dans ce cas, les teneurs de marché peuvent acquérir jusqu'à 20 % du montant initialement mis en adjudication, au prix moyen pondéré de l'adjudication.

terme à coupon zéro devraient se révéler particulièrement attrayantes pour les investisseurs institutionnels ayant un horizon de placement éloigné. Elles devraient aussi contribuer à accroître la profondeur du marché secondaire.

## Bilan des mesures gouvernementales

De nombreux signes laissent penser que les diverses mesures mises en œuvre par le gouvernement mexicain atteignent leurs objectifs. Le marché intérieur des obligations d'État connaît une expansion rapide, son échéancier s'allonge et la liquidité du marché secondaire s'améliore. La réforme structurelle du marché primaire semble aussi en accroître l'efficacité.

Le résultat le plus visible de la nouvelle stratégie du gouvernement pour la gestion de la dette est l'expansion rapide, ces dernières années, de ses émissions domestiques de titres négociables : leur encours est passé de MXN 158 milliards (soit 10 % du PIB) à la veille de la crise, en décembre 1994, à MXN 1 081 milliards fin 2004 (soit 14% du PIB). Certes, l'augmentation des émissions, durant la seconde moitié de la décennie 90, s'explique sans doute en bonne partie par les emprunts requis pour le sauvetage du secteur bancaire et de nombreuses grandes entreprises du secteur privé. Cependant, la priorité au financement intérieur des déficits, l'accroissement des investissements institutionnels dans le pays et le retour des investisseurs étrangers ont également joué un rôle majeur. Ce dernier élément est particulièrement remarquable, si l'on considère que les étrangers avaient pratiquement déserté le marché entre 1994 et 1999 (graphique 3). Fin 2004, ils détenaient 7 % de l'encours total des emprunts d'État domestiques, contre 2 % fin 1999.

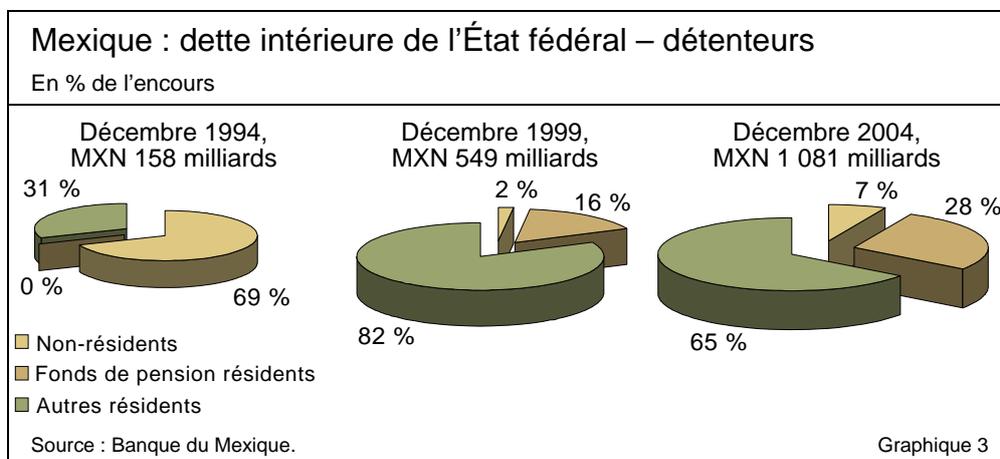
Une autre évolution intéressante a été l'allongement de l'échéancier de la dette publique (graphique 4). Fin 1995, l'encours était constitué uniquement d'instruments d'échéance inférieure ou égale à 1 an et de titres indexés sur les taux courts ou l'inflation. Fin 2004, les obligations à taux fixe d'échéance supérieure à 1 an représentaient déjà 40 % de l'encours total. L'échéance moyenne des titres fédéraux est ainsi passée de 288 jours en 1995 à

Les mesures gouvernementales atteignent leurs objectifs

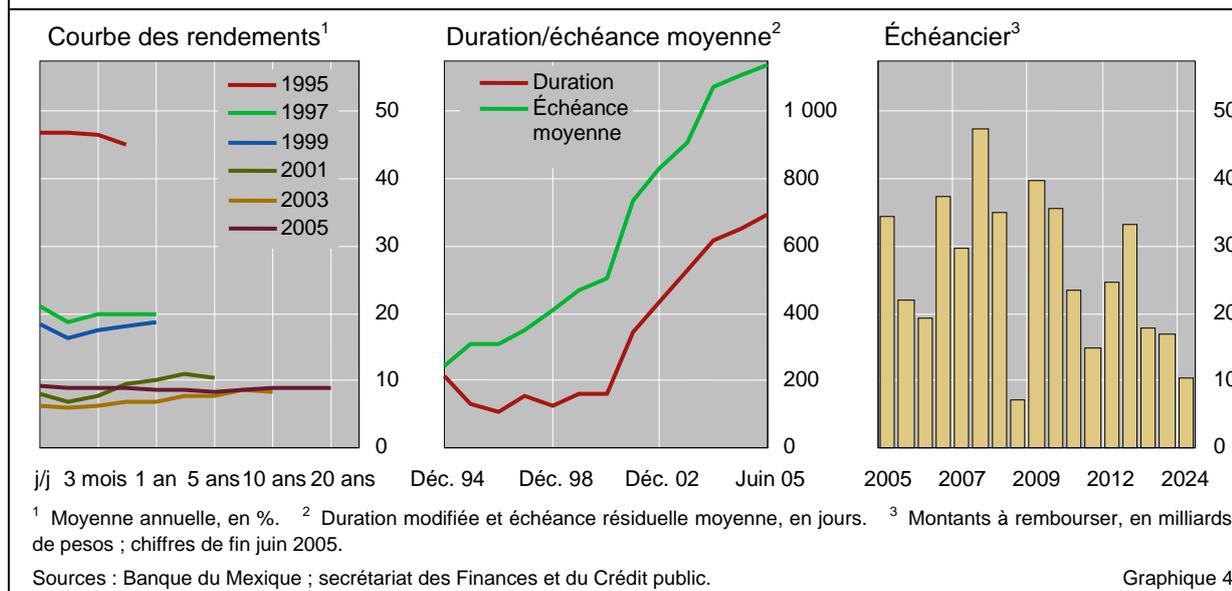
Le marché intérieur connaît une expansion rapide

Les investisseurs étrangers reviennent en force

L'échéancier s'allonge



## Mexique : dette intérieure de l'État fédéral – rendement, durée et échéancier



1 070 jours en 2004<sup>6</sup>. Cet allongement des échéances a rendu le Mexique moins vulnérable au risque de refinancement. Selon des estimations du gouvernement fédéral, fin 2004, l'effet d'une augmentation des taux d'intérêt sur le coût de refinancement de sa dette brute était inférieur d'environ 40 % à ce qu'il était fin 2000 (Gil Diaz (2005)).

Les investisseurs étrangers acceptent les échéances plus longues

Le lancement d'émissions à taux fixe, en 2000, dans un contexte de baisse des taux de référence, a été bien accueilli par les investisseurs. Il est intéressant de noter que, si le resserrement monétaire de 2004 a poussé les fonds de pension mexicains à rechercher des actifs de durée plus courte, les investisseurs étrangers ont, à l'inverse, nettement étoffé leurs portefeuilles de titres à long terme. Fin 2004, ces derniers détenaient 54 % et 84 %, respectivement, des obligations à 10 et 20 ans. Leur participation croissante a aidé le Mexique à développer le segment long de son marché obligataire intérieur.

Situation contrastée sur le marché secondaire :

Quant au marché secondaire, les chiffres donnent une image contrastée de son évolution et de la part des divers instruments. Cependant, il semble que les efforts des autorités pour en accroître la liquidité commencent à porter leurs fruits.

...baisse du volume d'opérations...

La baisse de volume enregistrée sur le marché secondaire depuis début 2000 s'explique essentiellement par des facteurs temporaires. Premièrement, l'institution de la tenue de marché pour la dette publique, en 2000, s'est d'abord accompagnée d'une explosion des transactions, les intermédiaires cherchant à améliorer leur position relative, avant un retour à des conditions plus « normales ». Le resserrement de la politique monétaire de 2004 a, pour

<sup>6</sup> Il convient de noter, une fois encore, que la progression a été un peu plus lente dans le cas de la dette du secteur public large. Les titres négociables émis par l'IPAB ont une échéance variant entre 3 et 7 ans, mais ils sont majoritairement indexés sur les taux courts, ce qui signifie que leur durée reste faible (entre 30 et 50 jours en 2004). En revanche, les émissions du FARAC, toutes indexées sur l'inflation, ont une échéance moyenne beaucoup plus longue (entre 20 et 30 ans).

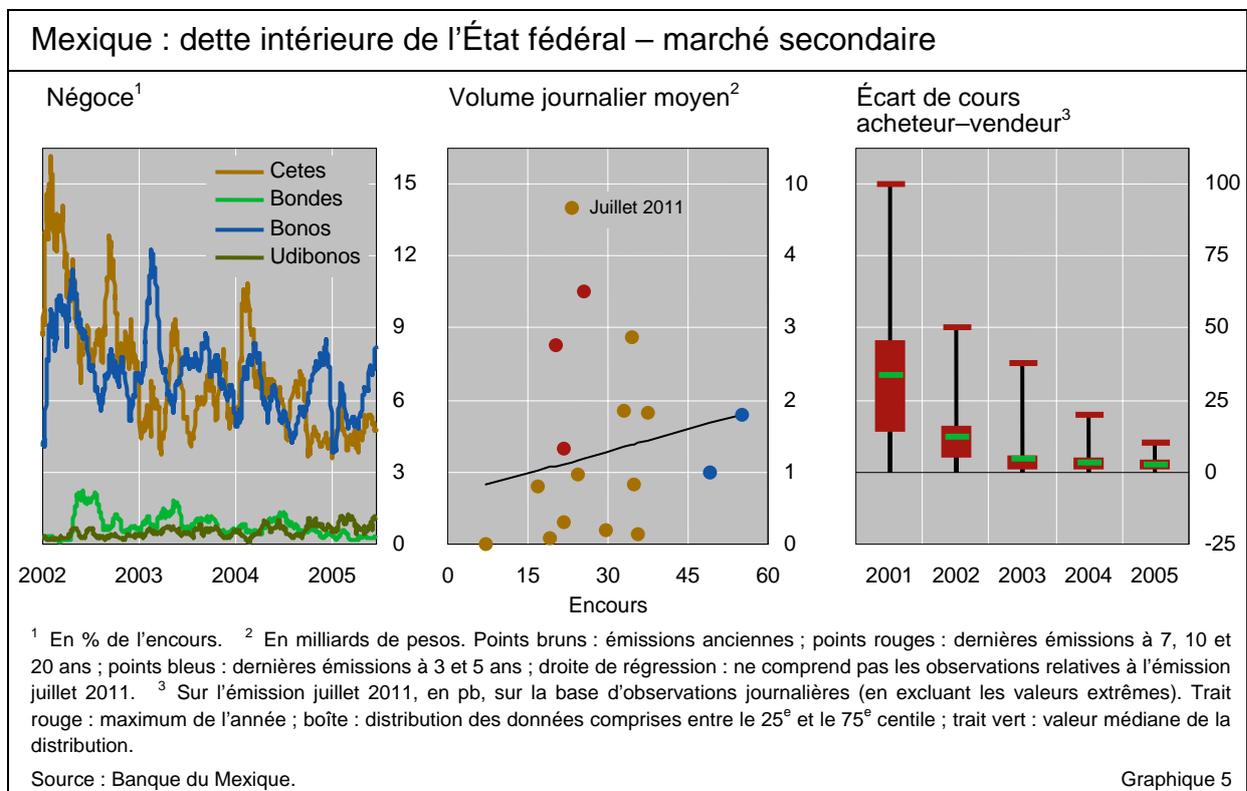
sa part, joué un rôle défavorable. Malgré cela, les obligations de l'État mexicain sont demeurées les titres les plus négociés dans les économies émergentes, selon l'Emerging Markets Traders Association (EMTA (2005)).

Une analyse de la ventilation par instrument montre que les bonos se négocient activement, contrairement aux bondes et udibonos, comme c'est généralement le cas des titres indexés, qui sont normalement conservés jusqu'à échéance par les investisseurs institutionnels (graphique 5). Pour les bonos, en outre, l'activité est inégale selon la date, certaines émissions récentes ayant rencontré un grand succès. La concentration notable des opérations sur le bono juillet 2011, quelque peu surprenante, traduit sans doute la préférence des intermédiaires pour les titres exonérés d'impôts<sup>7</sup>.

...négoce variable selon les instruments...

Malgré l'irrégularité de l'activité sur le marché secondaire, certains signes attestent du succès de la politique des autorités consistant à accroître la liquidité par le lancement d'importantes émissions de référence. Le graphique 5 (cadre du centre) montre qu'il existe une relation positive, quoique faible, entre l'encours de titres et le volume de transactions. En outre, le cadre de droite révèle que la liquidité du marché secondaire semble s'améliorer : l'écart de cours acheteur-vendeur sur les émissions de référence a beaucoup diminué depuis l'introduction des titres à plus long terme. Ainsi, l'écart sur le bono juillet 2011 a fortement baissé, tout en variant moins. Cette évolution s'observe également sur d'autres obligations à long terme. L'écart de cours acheteur-vendeur ayant tendance à varier entre 3 et 10 pb pour les

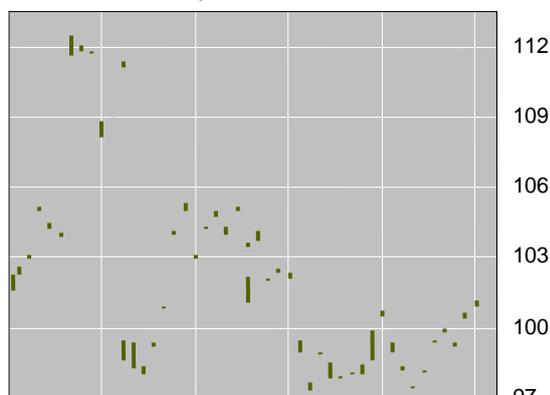
...mais liquidité accrue...



<sup>7</sup> Un impôt sur les revenus sous forme d'intérêts a été créé en janvier 2003. Les émissions antérieures à cette date en sont exemptes. L'obligation juillet 2011 est, parmi tous les titres en circulation exonérés, celui ayant la plus longue échéance.

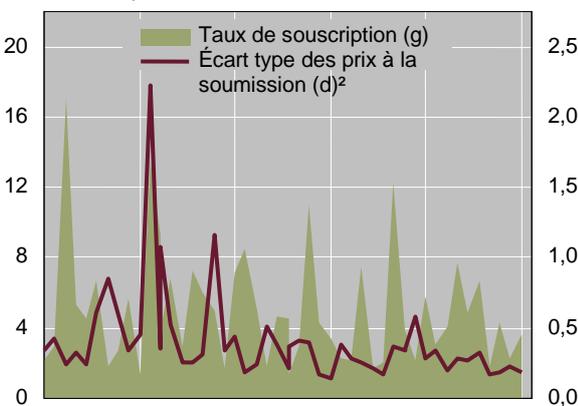
## Mexique : dette intérieure de l'État fédéral – marché primaire

Prix offerts à l'adjudication<sup>1,2</sup>



Jan. 02 Oct. 02 Juil. 03 Avr. 04 Jan. 05 Oct. 05

Souscription



Jan. 02 Oct. 02 Juil. 03 Avr. 04 Jan. 05 Oct. 05

<sup>1</sup> Sur titre 3 ans. Ligne verticale : dispersion des prix offerts à la soumission ; point : prix de l'adjudication. <sup>2</sup> En pesos.

Source : Banque du Mexique.

Graphique 6

émissions les plus récentes sur le marché interbancaire, les participants peuvent généralement trouver un marché à prix raisonnable pour étoffer ou dénouer leurs positions. La liquidité accrue du marché secondaire a réduit la prime de risque pour les investisseurs et donc contribué à abaisser les coûts de financement pour le gouvernement.

Simultanément, les mesures visant le marché primaire semblent en avoir également amélioré l'efficacité. Les adjudications ne souffrent plus de l'incertitude concernant les montants et l'exercice du plafond sur les taux d'intérêt, comme c'était le cas pendant la deuxième moitié de la décennie 90. En conséquence, les jalons bas et haut ainsi que leur dispersion ont eu tendance à diminuer ces dernières années (graphique 6). Cela a réduit le risque de cours pour les intermédiaires, et donc favorisé leur participation.

...et plus grande  
efficacité du  
marché primaire

### Progrès accomplis et défis à relever

Le marché intérieur mexicain des obligations d'État a beaucoup progressé, ce qui devrait aider à atténuer les tensions économiques et financières pouvant résulter de chocs externes. Ainsi, l'abandon des instruments indexés sur le dollar a éliminé une source potentielle de vulnérabilité des comptes budgétaires, tandis que l'adoption de titres à plus longue échéance a contribué à réduire le risque de refinancement. En outre, le développement du marché obligataire intérieur a quelque peu amélioré la liquidité sur le marché secondaire, ce qui a aidé à comprimer les coûts de financement pour le gouvernement. De surcroît, l'efficacité accrue du marché primaire permet une diminution du risque de cours pour les intermédiaires.

Il est cependant possible d'aller plus loin. Le marché intérieur reste soumis à un niveau important de risque de refinancement, étant donné que les titres à court terme et indexés représentent toujours 60 % de l'encours total de la dette. Qui plus est, la liquidité du marché secondaire demeure limitée pour

certains types de titres, notamment les obligations liées à des indices. La large gamme d'instruments du secteur public disponibles sur le marché intérieur laisse penser qu'un effort de simplification pourrait encore accroître la liquidité.

Une question subsiste : le retour des investisseurs étrangers sur le marché intérieur est-il le résultat des réformes macroéconomiques et structurelles mises en œuvre par le gouvernement mexicain la décennie passée ou bien reflète-t-il plutôt un plus grand appétit pour des actifs relativement risqués ? Ces dernières années, ces investisseurs ont accru leur exposition à une large gamme d'actifs d'économies émergentes, y compris de pays ayant peu progressé sur la voie des réformes macroéconomiques et structurelles. L'apparition de conditions moins favorables sur les marchés obligataires mondiaux pourrait donc mettre à l'épreuve la solidité des succès mexicains.

## Bibliographie

Agenor, P. R. et P. J. Montiel (1999) : *Development macroeconomics*.

Banque du Mexique (2004) : *Rapport annuel*.

Borio, C. E. V. et F. Packer (2004) : « Risque-pays : évaluation des nouvelles approches », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 47–65.

Burger, J. D. et F. E. Warnock (2003) : « Diversification, original sin and international bond portfolios », *International Finance Discussion Papers*, n° 755, Conseil de la Réserve fédérale, avril.

Eichengreen, B., R. Hausmann et U. Panizza (2003) : « Currency mismatches, debt intolerance and original sin : why they are not the same and why it matters », *NBER Working Papers*, n° 10036, octobre.

Emerging Markets Traders Association (2005) : *2004 Annual Debt Trading Volume Survey*, février.

Gil Diaz, F. (2005) : *The development of local markets : the Mexican case*, communication au Forum latino-américain des emprunteurs et investisseurs, Miami, mai.

Goldstein, M. et P. Turner (2004) : *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington DC.

Secrétariat des Finances et du Crédit public (2002) : *Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2002–2006 (PRONAFIDE)*.

Secrétariat des Finances et du Crédit public (2004) : *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, quatrième trimestre 2004.

Secrétariat des Finances et du Crédit public (2005) : *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, premier trimestre 2005.

Sidaoui, J. J. (2002) : « The role of the central bank in developing debt markets in Mexico », *BIS Papers*, n° 11, juin.