

**LES MARCHES FINANCIERS
DU KAZAKHASTAN
ET LE DEVELOPPEMENT DE
PRODUITS LIBELLES EN SDR**

Janvier 2019





Robert Triffin International

A watch on the international financial and monetary system

The **Robert Triffin International** (RTI) is an international organization created with the support of the Catholic University of Louvain (UCL), which hosts its seat and documentation centre, and the Compagnia di San Paolo, an Italian foundation based in Turin.

RTI aims to preserve the intellectual heritage of the Belgian economist Robert Triffin (1911-1993) with the creation of a documentation centre and continuing his action directed to the reform of the international monetary system.

The RTI Secretariat and Research Centre in the monetary and financial fields are based in Turin, in collaboration with the Centro Studi sul Federalismo, founded by the Compagnia di San Paolo and the Universities of Turin, Milan and Pavia.

The RTI brings together more than 50 personalities who have held important roles in European and global institutions and active in the economic, social, academic world. It is sustained for its activity by public and private institutions.

*Chairman: **Bernard Snoy** - Secretary General: **Elena Flor***

**Université Catholique
de Louvain**
Place des Doyens 1
B-1348 Louvain-la-Neuve - BELGIUM

Research Centre
Centro Studi sul Federalismo
Piazza Arbarello 8
10122 Turin - ITALY

**www.triffininternational.eu
rti@triffininternational.eu**

LES MARCHES FINANCIERS
DU KAZAKHASTAN
ET LE DEVELOPPEMENT DE
PRODUITS LIBELLES EN SDR

Dominique de Rambures

Janvier 2019

RTI Paper no. 9



ISBN 978-88-31479-08-0

Copyright © Robert Triffin International

All rights reserved. Quotations from this document can be made according to copyright law, providing information on the source.

INDEX

Les Marchés Financiers du Kazakhstan et le Développement de Produits Libellés en SDR	
<i>Dominique de Rambures</i>	5
1. Le développement d'un marché financier kazakh	6
2. Recommandations	8

Les Marchés Financiers du Kazakhstan et le Développement de Produits Libellés en SDR

*Dominique de Rambures **

Le Kazakhstan se trouve dans une position géostratégique particulière au point de rencontre des zones d'influences de la Russie, de la Chine et de l'Inde. D'autre part, bien que le Kazakhstan soit une république laïque, le pays est majoritairement (70%) musulman (sunnite) et comprend de nombreuses minorités ethniques, principalement russe (23%). L'indépendance du Kazakhstan (1991), lui a permis de réduire sa dépendance vis-à-vis du marché russe et de diversifier ses relations commerciales et ses débouchés, notamment en direction de la Chine.

Avant la crise de 2008 l'économie du Kazakhstan a connu une très forte croissance, de l'ordre de 10% par an. Depuis la crise le taux de croissance a fortement ralenti (3% en 2017). Fondée sur les hydrocarbures et les ressources minières, l'économie kazakhe est très dépendante de la croissance mondiale. Ce qui contraint le pays à repenser son modèle économique et à diversifier les moteurs de la croissance.

L'essentiel de l'économie du Kazakhstan est en effet fondée sur le pétrole qui représente 56% de la valeur des exportations et 55% du budget de l'Etat. Le Kazakhstan contrôle les trois quarts des réserves pétrolières de la mer Caspienne, la plupart en eaux profondes, ce qui explique que leur exploitation est relativement récente. Le Kazakhstan dispose donc de fortes potentialités de croissance. Actuellement 15^e producteur mondial de pétrole, le Kazakhstan devrait se hisser parmi les cinq premiers producteurs mondiaux d'ici 2020. Le gisement du Kachagan est le plus grand champ pétrolier découvert depuis 30 ans avec 36 md de barils de réserves, le plus grand projet industriel du monde (\$150 md), une production estimée à plus de 1,5 mm de barils par jour. Le consortium réunit les plus grandes compagnies mondiales (ENI, Shell, Exxon, Total, Conoco Phillips, Inpex, et la compagnie nationale, KazMunayGas).

Face aux dangers de monoproduction (la part des recettes pétrolières dans le budget de l'Etat est tombée de 55% à 35% au cours de ces dernières années), les autres ressources minières sont une source de diversification. Le Kazakhstan est un important producteur de fer (8% des réserves mondiales), de chrome (1/3 des réserves mondiales), de charbon, d'uranium (33% de la production mondiale et 17% des réserves mondiales), de potassium.

* Honorary Chairman of the Euro Banking Association, Lecturer at the Paris University on China's financial system. He is the author of several books about payment systems and China.

1. Le développement d'un marché financier kazakh

En plus de celui d'Almata, la capitale économique du pays, les pouvoirs publics envisagent le développement d'un centre financier à Astana, la nouvelle capitale (2008) installée dans le nord du pays près de la frontière russe.

La création d'un marché financier est une entreprise de longue haleine qui exige la conjonction de plusieurs facteurs : réglementation, supervision, professionnels, infrastructures de marchés, plateformes d'échanges, qui se renforcent les uns les autres en produisant d'importantes synergies : un système de clearing couvrant les différents marchés (cash, devises, titres, dérivés), un marché monétaire, un marché des changes, un marché du crédit pour apporter la liquidité nécessaire au bon fonctionnement des marchés, des intermédiaires (courtiers), des investisseurs institutionnels (fonds d'investissement, compagnies d'assurance, banques d'investissement).

Tous les marchés financiers se sont d'abord construits sur le marché de la Dette publique (bons du Trésor et obligations d'Etat, en monnaie locale et en devises), avant que se développent les autres marchés financiers : la bourse des valeurs (actions et obligations corporate), les marchés de matières premières, enfin les marchés des instruments de couverture sous forme de contrats de dérivés, futures et options. Les marchés financiers s'appuient sur un ensemble d'institutions : banques de dépôts, banques d'investissement, fonds d'investissement, sociétés de gestion, sociétés de courtage (matières premières, marché interbancaire, produits financiers), compagnies assurance, fonds de pension, index, cabinets d'audit, autorités de tutelle assurant un flux régulier d'offres et de demandes de titres dans des conditions de sécurité et de liquidité requises.

Depuis la création de la bourse d'Almata en 1993 et les améliorations successives qui lui ont été apportées, la société de gestion de la bourse, KASE (Kazakhstan Stock Exchange) dispose des infrastructures de base nécessaires pour développer de nouveaux marchés, coter de nouveaux titres et traiter de nouveaux contrats. En revanche le nouveau centre d'Astana ne dispose pas encore des infrastructures et des marchés nécessaires pour lancer de nouveaux produits financiers : pas de contrats d'options ou de futures sans la création d'un gisement et d'un marché réel sous-jacent.

Marché des changes

Très actif le marché des changes (1993) représente la moitié des transactions réalisées par la bourse et une part importante (50 à 83%) du marché interbancaire. Le marché traite le dollar US, l'euro, le yuan, le rouble, mais les opérations US\$/KZT (tengue) représentent 95% du marché.

La bourse des valeurs

Les infrastructures

Les opérations se font par l'intermédiaire d'un CSD (Central Securities Depository) qui gère les comptes de titres et effectue les opérations de clearing, suivant le principe DVP (Deposit versus Payment) afin de s'assurer que les deux livraisons (cash et titres) ont été effectuées avant que la transaction soit finalisée. Pour attirer les investisseurs internationaux KASE a prévu d'installer un

système de netting et de règlement assurant la sécurité des transactions et la gestion du risque de contrepartie fondé sur la fixation de marges et le maintien de fonds de réserve et de garantie sur les comptes de la CSD.

La dette publique

Les instruments de la dette publique se partagent entre les municipal bonds, les obligations d'Etat émises par le Ministère des Finances, ainsi que les notes de la Banque centrale, National Bank of Kazakhstan. Le stock de titres d'Etat négociables représente un encours de 200 titres publics pour un total de US\$1,7md.

Bien que la moitié de la dette publique soit libellée en devises, la situation financière du Kazakhstan est saine : le pays est créancier net vis-à-vis de l'étranger ; les réserves de la Banque centrale représentent 8,6 mois d'importations ; la balance commerciale est excédentaire (US\$9md en 2017); les actifs étrangers du fond souverain Samrouk-Kazyma s'élèvent à 42% du PIB (2017). Plus de la moitié des exportations (69%) sont constituées d'hydrocarbures ; les importations comportent essentiellement des équipements pour le secteur des hydrocarbures et les industries minières. Grâce à des réformes, le Kazakhstan est considéré comme l'un des pays de la région les plus favorables aux investissements étrangers : en 2017 les IDE représentaient un stock de US\$147md et un flux annuel de US\$ 4,6md. L'Etat étant peu endetté (12,3% du PIB), le volume de titres d'Etat disponibles sur le marché est relativement limité

Les obligations corporate

Le marché des obligations corporate comprend 75 émetteurs - aussi bien domestiques qu'étranger - et 288 titres représentant un encours de US\$300mm, pour l'essentiel des obligations émises par le secteur bancaire. A la différence du secteur public, l'endettement des banques et des entreprises (100% du PIB) est relativement important, de quoi alimenter un marché des obligations corporate large et profond.

Les actions

Le département des actions traite 80 titres de sociétés - aussi bien locales qu'étrangères - représentant une capitalisation totale de US\$42,5md. La plupart des sociétés cotées sont des sociétés d'Etat et des sociétés privées issues des programmes de privatisation.

Le marché des repos

Le marché des repos est très actif puisqu'il représente la moitié du volume total des transactions. Le marché comprend des transactions directes limitées à 90 jours suivant un système de mise à jour permanent (*mark-to-market*) suivant les conditions du marché, et des transactions automatiques (anonymes) limitées à 30 jours et fondées sur le prix de marché suivant le principe *order-driven* ou *price-market* (prix fixé au coup par coup par les parties).

Les dérivés

La bourse traite deux contrats de future, un contrat de change USD/KZT et un contrat sur l'indice boursier.

2. Recommandations

Dès lors qu'elle dispose des infrastructures et des produits, la bourse du Kazakhstan pourrait prendre un certain nombre d'initiatives pour attirer les investisseurs et notamment les investisseurs étrangers :

- la monnaie de cotation et de transaction : denge, dollar US ou SDR

Le denge étant peu diffusé, la monnaie de cotation et de transaction devrait être le dollar pour les valeurs accessibles aux investisseurs internationaux. L'utilisation des SDR pourrait être une alternative moins sensible aux variations de change à condition de disposer d'un marché US\$/SDR opérationnel en attendant un marché direct KZT/SDR.

- un clearing interbancaire SDR

Pour qu'un marché interbancaire des dépôts en SDR se développe, il est indispensable de créer un centre de clearing interbancaire réunissant les banques les plus actives sur ce marché. Le clearing doit être situé sur une place disposant de l'expertise nécessaire et d'une importante communauté bancaire. Les établissements les plus actifs sur le marché pourront agir comme *market-maker* et comme *clearing banks*. Il est également important que le clearing soit à l'abri d'interférences juridiques étrangères.

- l'émission de titres libellés en SDR

Pour amorcer le marché il serait opportun de placer des émissions obligataires en SDR, cotées en SDR mais payables en US\$ ou denge avec un taux de change mis-à-jour en permanence en attendant qu'un marché des dépôts SDR puisse se développer. La cotation d'eurobonds en SDR aurait l'avantage d'offrir un instrument de marché susceptible d'intéresser les investisseurs comme les emprunteurs à la recherche d'un produit de diversification et de couverture.

- la facturation des exportations de pétrole en SDR

Par accord mutuel entre l'exportateur et l'importateur il serait sans doute possible d'amorcer les facturations en SDR comme alternative au dollar US et comme moyen de couverture susceptible de limiter les pertes de change pour les parties. Les facturations en SDR pourraient ainsi échapper aux sanctions et aux menaces d'interférences juridiques extérieures. La multiplication des facturations permettrait la multiplication de dépôts en SDR et la création d'un marché interbancaire de SDR.

- contrat de future sur les cours du pétrole

Le lancement d'un contrat de future sur le pétrole en dollar US aurait l'avantage de s'appuyer sur un marché réel sous-jacent, d'offrir un instrument de couverture et de diversifier la gamme de produits financiers offerts aux compagnies pétrolières, aux sociétés de négoce, aux investisseurs. Lorsque que les facturations pétrolières en SDR se seront développées et qu'un marché des dépôts SDR sera opérationnel, il sera alors possible de lancer un contrat de future pétrolier en SDR.

- la privatisation des sociétés d'Etat

Afin d'alimenter le marché des actions, il conviendrait de procéder à la privatisation – partielle ou totale – des sociétés d'Etat, particulièrement dans les domaines les plus prometteurs comme le secteur pétrolier ou les ressources minières. Du côté de la demande il serait essentiel que le fond souverain Samrouk-Kazyma intervienne comme contrepartie (*market-maker*) pour stabiliser les cours et soutenir les titres en cas de besoin, agissant en somme comme investisseur de dernier recours. Si le marché des obligations en SDR se développe, il serait alors possible procéder à des introductions en bourse (IPO) de sociétés d'Etat en SDR.

- Astania/Almata Connect

Encore peu développé le marché d'Almata risque de souffrir de la création d'un centre financier concurrent à Astana. Pour parer à cette difficulté, il serait souhaitable de créer un lien permanent de cotation et de transaction entre les deux places – comparable au système Shanghai-Hong-Kong-Shengen Connect – qui permettrait aux investisseurs de traiter sur l'une ou l'autre des deux places comme s'il s'agissait d'une seule place, évitant ainsi le coût des arbitrages et le dédoublement des frais de transaction.

Conclusion

Le développement d'un marché financier est une entreprise à long terme qui exige continuité et innovation. Dans l'immédiat et en attendant la création d'un marché SDR suffisamment développé, la création d'un contrat de future en dollar US sur les cours du pétrole et l'émission d'obligations en SDR seraient un moyen de diversifier la gamme de produits financiers, d'amorcer le développement d'un marché SDR et d'attirer les investisseurs internationaux.

ROBERT TRIFFIN INTERNATIONAL

Université Catholique de Louvain

Place des Doyens 1

B-1348 Louvain-la-Neuve

Belgium

www.triffininternational.eu

Research Centre

CENTRO STUDI SUL FEDERALISMO

Piazza Arbarello, 8

10122 Torino

Italy

www.csfederalismo.it

