

**Avancer la finance africaine au XXI^e siècle
Séminaire de haut niveau organisé par l'Institut du FMI
en collaboration avec l'Institut multilatéral d'Afrique
Tunis, Tunisie, du 4 au 5 mars 2008**

**Séance IV :
Au-delà du système bancaire : l'intégration financière régionale**

***Étude de cas :
le marché des bons du trésor dans l'UEMOA***

Jean-Claude Brou
Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest

Les opinions exprimées dans ce document sont uniquement celles des auteurs. Le fait qu'elles soient reprises directement ou par hyperliens sur le site Internet du FMI n'implique en aucun cas que le FMI, le Conseil d'Administration du FMI ou la direction du FMI les approuvent ou les partagent.



BCEAO
BANQUE CENTRALE DES ETATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

SEMINAIRE DU FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL

THEME : AVANCER LA FINANCE AFRICAINE AU 21^{EME} SIECLE

LE MARCHE REGIONAL DES BONS DU TRESOR DE L'UNION MONETAIRE DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

**COMMUNICATION DE MONSIEUR BROU JEAN-CLAUDE
CONSEILLER SPECIAL DU GOUVERNEUR
BANQUE CENTRALE DES ETATS DE L'AFRIQUE DE L'OUEST**

(TUNIS, LES 4 ET 5 MARS 2008)

Avenue Abdoulaye FADIGA
BP 3108 – Dakar - Sénégal

Tel. (221) 33 839 05 00 / Fax. (221) 33 823 93 35
www.bceao.int

SOMMAIRE

INTRODUCTION	4
1. PRESENTATION DU CADRE INSTITUTIONNEL DE L'UMOA.....	4
2. PRESENTATION DU MARCHÉ DES BONS DU TRÉSOR.....	5
2.1. Historique du Marché des bons du Trésor	5
2.2. Caractéristiques principales du cadre réglementaire régissant le marché des bons du Trésor	8
3. PERFORMANCES DU MARCHÉ DES BONS DU TRÉSOR.....	9
3.1. Bilan des émissions réalisées depuis septembre 2001	9
3.2. Principaux enseignements	14
4. PERSPECTIVES DU MARCHÉ DES BONS DU TRÉSOR DE L'UMOA	16
CONCLUSION	17

INTRODUCTION

La présente communication donne un bref aperçu du cadre institutionnel de l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA) en mettant en évidence l'évolution et les caractéristiques actuelles du marché des bons du Trésor, ainsi que les enjeux qui ont justifié sa rénovation. Elle évalue ensuite les performances réalisées sur le marché de ces titres en vue notamment de mettre en exergue les principaux défis à relever pour créer les conditions de son approfondissement.

1. PRESENTATION DU CADRE INSTITUTIONNEL DE L'UMOA

L'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA) qui a été créée en 1962, regroupe actuellement huit pays : le Bénin, le Burkina, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo.

Elle se caractérise par la reconnaissance d'une même unité monétaire : le franc de la Communauté Financière Africaine (FCFA) dont l'émission est confiée à un Institut d'émission commun, la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO).

L'Union, fondée sur le principe de solidarité et d'égalité des Etats membres, est un espace monétaire homogène reposant sur une série de règles de base organisant notamment :

- la libre circulation des signes monétaires et la liberté des transferts entre les Etats membres ;
- la centralisation des réserves de change ;
- l'uniformité des réglementations monétaire, bancaire et des changes.

En 1994, les Autorités de l'UMOA ont entrepris de consolider la zone monétaire par le renforcement de l'intégration économique en procédant à la création de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), qui comprend les mêmes Etats membres.

L'UEMOA constitue donc un ensemble au sein duquel le degré d'unification du cadre institutionnel du système financier est particulièrement élevé.

Des dispositions légales et réglementaires, harmonisées à l'échelle communautaire, régissent la profession bancaire et, d'une manière générale, les activités des institutions financières. Ainsi, les dispositions de la Loi bancaire uniforme et du Code CIMA (Conférence Interafricaine des Marchés d'Assurances) permettent aux banques et autres institutions financières, notamment aux assurances, de s'installer librement et d'offrir des prestations sans restriction

sur chacun des territoires des Etats de l'Union¹.

Par ailleurs, l'accent a été mis sur la consolidation du système financier de l'Union dans la perspective d'une plus grande mobilisation de l'épargne au sein de l'UEMOA.

Les principales actions entreprises à cet effet ont concerné notamment l'appui au développement des systèmes financiers décentralisés (loi portant réglementation des institutions mutualistes ou coopérative d'épargne et de crédit, adoptée en 1993), la création de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (1997) ainsi que celle du marché des titres publics (2001), de même que la modernisation des systèmes et moyens de paiement (1999).

2. PRESENTATION DU MARCHE DES BONS DU TRESOR

2.1. Historique du Marché des bons du Trésor

Jusqu'au début des années 1990, les besoins de financement des Trésors nationaux des Etats membres de l'Union étaient principalement couverts par le recours aux ressources extérieures, le financement intérieur apparaissant faible et même négatif.

Pour promouvoir le financement des besoins de trésorerie de ces Etats par la mobilisation des ressources internes et créer les conditions de la mise en oeuvre d'une politique monétaire efficace, le marché des bons du Trésor de l'UEMOA a été mis en place dans le cadre des aménagements adoptés en 1996 pour l'approfondissement et la modernisation du marché monétaire régional. La création et la promotion d'un cadre réglementaire régissant l'émission des bons du Trésor, ainsi que celle des bons de la Banque Centrale et des titres de créances privés, visaient notamment à permettre l'élargissement du gisement de supports pouvant être utilisés pour la mise en oeuvre de la politique d'open-market, conformément à l'option prise par l'Institut d'émission de substituer des mécanismes de marché aux procédures administratives de gestion monétaire.

A cet égard, le Règlement relatif à l'émission de bons du Trésor en compte courant a été édicté par la BCEAO en juillet 1996. Ce cadre prévoyait notamment l'émission sous forme matérialisée ou dématérialisée des titres stipulés au porteur ou tenus en compte auprès d'un intermédiaire habilité ou d'un dépositaire central/banque de règlement ainsi que l'élaboration d'un programme d'émission par les émetteurs.

Sur la période allant de 1996 à 2000, ce cadre a été très peu sollicité par les Etats membres

¹ Le code CIMA couvre un ensemble plus large, à savoir les pays de l'UEMOA et ceux de la CEMAC (Communauté des Etats de l'Afrique Centrale).

pour lever des ressources nécessaires à la couverture de leurs besoins de trésorerie alors même que la liquidité bancaire était abondante. Ainsi, les émissions de bons du Trésor ont porté sur un montant cumulé de seulement 51,9 milliards sur la période. Compte tenu de la discipline de marché et de l'assainissement des finances publiques qu'impose le recours au marché, les Etats ont plutôt continué de privilégier l'utilisation des concours monétaires directs de l'Institut d'émission. En effet, le recours aux avances statutaires de la Banque Centrale, dont le montant maximum est plafonné à 20% des dernières recettes fiscales constatées (article 16 des Statuts de la BCEAO) de chaque pays, a été pendant plusieurs années l'une des modalités privilégiées de couverture des besoins de trésorerie des Etats membres de l'Union. Les concours monétaires directs de la BCEAO aux Trésors se sont ainsi situés en progression constante de 264,7 milliards en 1990 à 296,0 milliards en 1996 et à 361,6 milliards en 1998. Ainsi, la pression exercée sur le financement direct de la Banque Centrale en raison notamment de sa facilité d'utilisation s'est accrue. Cependant, les concours directs de l'Institut d'émission comportent un inconvénient majeur pour la conduite de la politique monétaire, en ce sens qu'ils constituent une source de création monétaire, susceptible d'induire des risques inflationnistes ou de dégradation des comptes extérieurs. Ces risques se sont révélés d'autant plus élevés que les financements consentis aux Trésors publics ont affiché une rigidité à la baisse dans la plupart des Etats, tendant ainsi à devenir une forme de financement structurel des déficits publics.

Au regard de ces évolutions et des risques pour la gestion monétaire, les Autorités de l'UMOA ont décidé, en décembre 1998, de l'abandon à l'horizon 2001 des concours monétaires directs de l'Institut d'émission aux Trésors nationaux des Etats membres au profit de sources alternatives de financement. Dans ce contexte, la mise en place d'un marché des titres publics était devenue une priorité. Ainsi, les réflexions sur le projet d'étude et de création de ce marché ont été initiées par la Banque Centrale en décembre 1999.

Cette innovation comportait trois enjeux majeurs, à savoir : moderniser la gestion de la dette publique, offrir aux épargnants et aux investisseurs institutionnels de l'Union des supports de placement diversifiés et permettre à la politique monétaire de disposer de la flexibilité nécessaire pour une plus grande efficacité dans l'utilisation des instruments de régulation.

Pour la modernisation de la gestion de la dette publique, le contexte de libéralisation des économies de l'Union commande aux Trésors publics d'assurer le financement de leurs besoins par le marché, à travers des émissions de titres avec une diversité de maturités, dans le cadre d'une gestion dynamique de la dette publique. Cette orientation permet ainsi aux Trésors publics d'accéder à l'épargne intérieure pour la couverture de leurs besoins à des conditions avantageuses.

Le développement d'un marché des titres publics se traduisant par un élargissement des possibilités de placement de l'épargne, est de nature à renforcer la diversification des instruments financiers, nécessaire à l'essor du marché régional des capitaux. Cette diversification permet de réduire la dépendance vis-à-vis des banques et d'assurer les conditions d'optimisation de la gestion des portefeuilles des agents économiques ayant des capacités d'épargne et de financement. En outre, dans un contexte d'abondance des liquidités bancaires, observée dans l'Union depuis le réajustement de la parité du franc CFA en 1994, le développement du marché des titres devrait contribuer à favoriser un recyclage optimal de ces ressources et limiter la pression sur le financement monétaire.

Enfin, la politique monétaire devrait également bénéficier du dynamisme du marché de bons du Trésor, à travers la création d'un gisement important de titres, permettant à la Banque Centrale de mettre en œuvre la politique monétaire au moyen d'instruments indirects. En effet, ces titres publics permettent à l'Institut d'émission d'asseoir ses concours financiers aux banques sur des effets publics, facilitant ainsi la mise en œuvre d'une politique d'open-market. Par ailleurs, un marché de titres publics dynamique devrait favoriser la résorption des excédents de liquidités bancaires, contribuant ainsi à ramener les banques en « banque », améliorant de ce fait l'efficacité de la politique monétaire.

Les réflexions en la matière ont abouti à l'élaboration d'un nouveau Règlement communautaire régissant l'émission de bons du Trésor. Ce texte a été adopté par le Conseil des Ministres de l'UEMOA en juillet 2001. Actualisant la précédente réglementation édictée en 1996, le Règlement de 2001 élargit le dispositif communautaire aux obligations du Trésor (titres avec des maturités supérieures à 2 ans) émises par voie d'adjudication. En outre, le nouveau cadre réglementaire a exclu la garantie des émissions par la BCEAO, en vue notamment de prévenir les éventuels aléas de moralité et favoriser la discipline de marché. Le montant nominal unitaire minimal a été réduit de 5 millions à 1 million afin de faciliter la circulation des bons du Trésor et permettre une diffusion de la culture financière.

Prenant en compte la maîtrise insuffisante des techniques du financement de marché, des actions de formation réalisées en 2002 et 2003 par la BCEAO, ont permis d'initier les principaux intervenants aux différents aspects de ce nouveau cadre réglementaire. Dans le contexte plus large du Projet de Développement du Marché Financier Régional, la BCEAO a mené en 2006 une action supplémentaire de renforcement des capacités par la réalisation d'un atelier national dans plusieurs Etats membres.

Au total, depuis 2001, un cadre réglementaire conforme aux normes internationales et adapté aux réalités des économies des Etats membres est en vigueur dans l'Union. Il offre aux États un moyen moderne pour lever, dans l'ensemble de l'Union, les ressources internes nécessaires

à la couverture de leurs besoins de financement, avec le concours de la BCEAO en sa qualité de conseiller financier des Etats.

2.2. Caractéristiques principales du cadre réglementaire régissant le marché des bons du Trésor

Les bons du Trésor sont des titres dématérialisés, conservés dans les livres de la BCEAO et ayant une durée normalisée, comprise entre 7 jours et deux ans, au choix de l'émetteur. Cette limitation tient compte de la définition de la notion de court terme dans l'Union, qui s'applique à des maturités de deux ans au maximum. A l'émission, les bons du Trésor sont assortis d'une rémunération payable d'avance et précomptée sur leur valeur nominale, sur la base d'un taux d'intérêt exprimé en pourcentage l'an. Les intérêts perçus sur les bons du Trésor sont exonérés d'impôts.

La domiciliation des titres à la BCEAO facilite les règlements et remboursements y afférents ainsi que l'exécution des transactions sur le marché secondaire entre les titulaires de compte. Les bons du Trésor sont acquis au taux d'intérêt proposé par le souscripteur.

Afin d'assurer le développement du marché, l'émission des bons devrait s'effectuer dans le respect des principes de transparence et de concurrence. Aussi, la technique de l'adjudication a-t-elle été retenue dans le Règlement. Elle consiste à annoncer à l'avance, pour une émission donnée, l'ensemble de ses caractéristiques, à recueillir les soumissions dans toute l'Union et à servir en priorité les offres les plus avantageuses pour l'émetteur, dans la limite du montant mis en adjudication. A cet égard, les bons sont émis à taux multiples selon un calendrier trimestriel indicatif pour chaque Etat. La programmation devrait permettre aux investisseurs d'intégrer les futures émissions dans leurs prévisions et de mieux s'organiser pour participer aux adjudications. Elle favoriserait également la régularité des émissions et améliorerait, en conséquence, la maîtrise par l'émetteur du coût des emprunts et des flux de financement.

Les acteurs du marché sont l'État, les investisseurs, la Banque Centrale et les teneurs de comptes titres.

L'Etat est l'émetteur des bons du Trésor. Les émissions sont effectuées sous la responsabilité du Ministre chargé des Finances. Dans ce cadre, ce Ministère a pour rôle :

- d'élaborer les programmes périodiques d'émission de titres ;
- de préparer les plans de communication pour la réalisation des émissions ;
- de participer au dépouillement des offres reçues et à l'adjudication.

S'agissant des investisseurs, il convient de préciser que la souscription primaire des titres émis

avec le concours de la Banque Centrale est ouverte à toute personne physique ou morale, résidente ou étrangère. Toutefois, une distinction est faite entre :

- les souscriptions directes, réservées aux organismes disposant de comptes courants à la Banque Centrale ;
- et les autres souscriptions primaires, réalisées par l'intermédiaire de banques implantées dans l'Union.

Dans la phase de maturité du marché, il est prévu la mise en place d'un système de Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT), qui serait constitué d'investisseurs institutionnels crédibles s'engageant à participer régulièrement aux émissions, à assurer la liquidité des titres sur le marché secondaire et à fournir une appréciation sur la stratégie d'emprunt des Trésors nationaux. En contrepartie de leur engagement, certains avantages leur seront réservés par rapport aux autres investisseurs.

Le rôle de la Banque Centrale, en sa qualité d'agent financier de l'Etat, consiste à l'assister dans la programmation et la diffusion des annonces d'émissions. Elle assure l'organisation matérielle des adjudications et la tenue de comptes-titres ainsi que l'exécution des opérations de règlement/livraison et compensation liées aux transactions sur les bons.

La dernière catégorie d'intervenants est constituée par les teneurs de comptes, intermédiaires agréés pour assurer l'ouverture et la tenue de comptes-titres, dans leurs livres, pour leur propre compte ou pour le compte de leurs clients. L'agrément de teneur de comptes est accordé notamment aux banques par la Banque Centrale. Les activités de teneurs de comptes s'exercent en adossement à la domiciliation de l'ensemble des bons auprès de la BCEAO.

L'organisation du marché des bons du Trésor met en évidence sa dimension régionale et son caractère ouvert. En effet, ce marché couvre l'étendue du territoire des huit Etats membres de l'UEMOA et est accessible à l'ensemble des investisseurs locaux et étrangers par le canal des banques de l'Union. Ainsi, tout Trésor émetteur s'adresse à l'ensemble des investisseurs des Etats membres de l'Union grâce à une procédure uniforme se traduisant notamment par la communication, dans les mêmes conditions, des informations aux intervenants du marché. En outre, les souscripteurs habilités par la BCEAO sont traités de manière égalitaire quel que soit leur Etat de provenance. Le bon fonctionnement à l'échelle régionale du marché des bons du Trésor est facilité par l'intégration monétaire effective et par l'infrastructure uniforme de paiement et de gestion des titres couvrant l'ensemble des Etats membres de l'Union.

3. PERFORMANCES DU MARCHE DES BONS DU TRESOR

3.1. Bilan des émissions réalisées depuis septembre 2001

Suite à la mise en place du nouveau cadre réglementaire régissant le marché des titres publics de l'Union en 2001, quarante et quatre (44) opérations d'adjudication de bons ont été effectuées par sept (7) Etats membres de l'Union, de septembre 2001 au 15 janvier 2008.

Le montant cumulé des volumes mis en adjudication lors de ces émissions s'est établi à 1.142,7 milliards de FCFA. Elles ont recueilli un montant global d'offres de souscription de 1.535,6 milliards, soit un taux de couverture de 134,4%. Pour plusieurs de ces émissions, le montant retenu s'est situé au-dessus de celui mis en adjudication. Le volume global des fonds levés s'est établi à 1.103,0 milliards, principalement en raison de la couverture partielle d'une émission de montant particulièrement élevé, réalisée en septembre 2007 par un Etat.

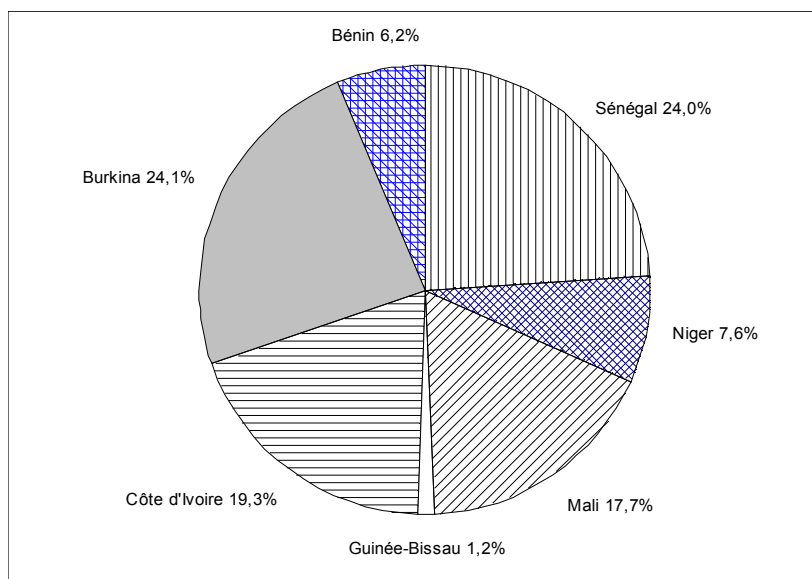
Le Burkina a recouru le plus fréquemment à ce mode de financement, avec quatorze (14) opérations d'un montant cumulé de 265,4 milliards. Il est suivi par le Mali (8 émissions d'un montant cumulé de 194,9 milliards), le Sénégal (6 adjudications d'un montant cumulé de 264,7 milliards), le Niger (6 interventions d'un montant cumulé de 83,3 milliards) et la Côte d'Ivoire (5 opérations d'un montant cumulé de 213,0 milliards). Le Bénin a effectué trois (3) émissions d'un montant cumulé de 69,0 milliards et la Guinée-Bissau deux (2) opérations d'un montant total de 12,7 milliards (tableau 1).

Tableau 1 : Bilan des émissions des bons du Trésor (sept. 2001-déc. 2007)

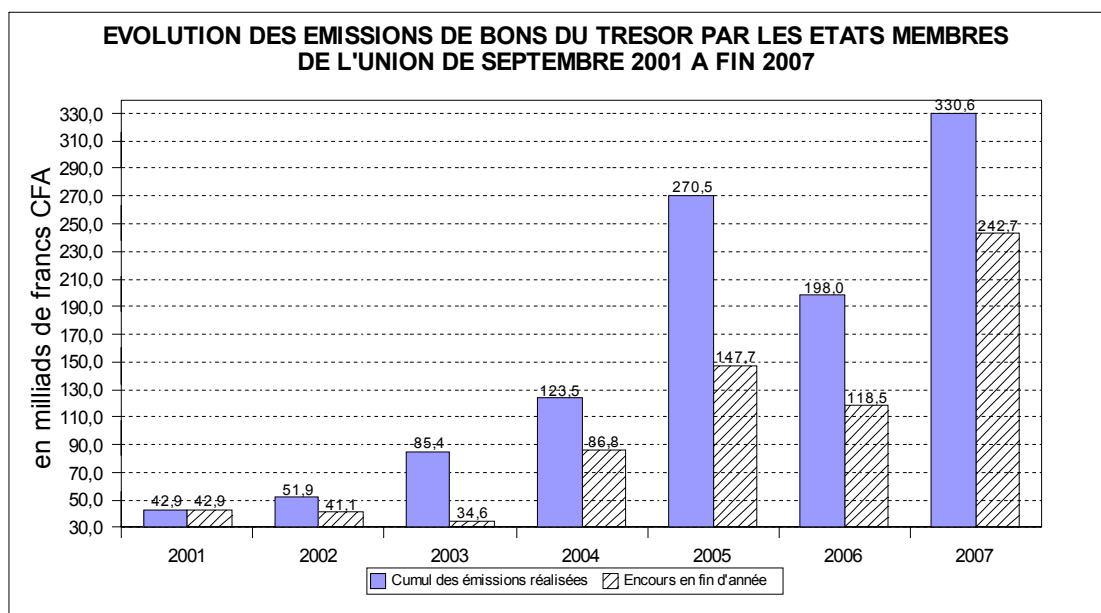
(en milliards de FCFA)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
Bénin	0,0	0,0	0,0	0,0	23,4	45,6	0,0	69,0
Burkina	0,0	51,9	30,9	41,5	43,3	50,9	46,9	265,4
Côte d'Ivoire	0,0	0,0	16,3	15,7	47,5	0,0	133,5	213,0
Guinée-Bissau	0,0	0,0	0,0	0,0	6,0	6,7	0,0	12,7
Mali	0,0	0,0	15,1	21,0	84,9	20,8	53,1	194,9
Niger	0,0	0,0	0,0	0,0	30,0	23,3	30,0	83,3
Sénégal	42,9	0,0	23,0	45,3	35,5	50,8	67,2	264,7
Togo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	42,9	51,9	85,3	123,5	270,6	198,1	330,7	1.103,0

Répartition par pays du montant cumulé des émissions de bons du Trésor (2001-2007)



En volume annuel, les émissions ont représenté des montants croissants, passant de 42,9 milliards en 2001 à 270,6 milliards en 2005. Les volumes se sont repliés en 2006 en ressortant à 198,1 milliards avant d'atteindre 330,7 milliards en 2007. Le montant important enregistré en 2005 est lié au nombre plus élevé d'émissions réalisées au cours de cette année par les sept Etats susmentionnés. Le niveau élevé de 2007 s'explique, pour sa part, par l'intervention de la Côte d'Ivoire pour un volume élevé (133,5 milliards) au mois de septembre.



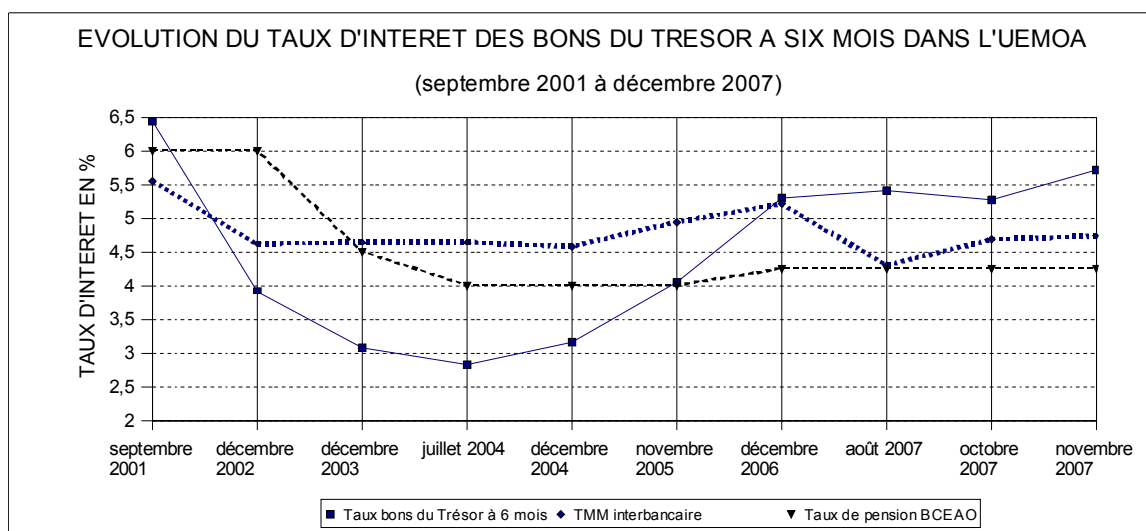
Les bons émis ont porté exclusivement sur quatre (4) maturités : 3 mois, 6 mois, 12 mois et 24 mois. La maturité à 6 mois est prédominante, représentant 67,7% du nombre total d'émission et 54,0% du volume total. Viennent ensuite la maturité à 12 mois, représentant 12,8% du nombre d'émissions et 17,4% du volume total, et celle à 3 mois représentant 21,3% du nombre d'émissions et 16,6% du volume total émis. (tableau 2)

Tableau 2 : Bons du Trésor par maturité de septembre 2001 à fin 2007

	3 mois	6 mois	9 mois	12 mois	24 mois	Total
Bénin	0,0	69,0	0,0	0,0	0,0	69,0
Burkina	63,7	201,7	0,0	0,0	0,0	265,4
Côte d'Ivoire	32,0	47,5	0,0	0,0	133,5	213,0
Guinée-Bissau	6,0	6,7	0,0	0,0	0,0	12,7
Mali	66,0	128,9	0,0	0,0	0,0	194,9
Niger	14,9	68,4	0,0	0,0	0,0	83,3
Sénégal	0,0	73,3	0,0	191,4	0,0	264,7
Togo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	182,6	595,5	0,0	191,4	133,5	1.103,0

Le coût des ressources mobilisées par le biais des émissions de bons a fortement baissé au

cours des trois premières années. En effet, le taux d'intérêt moyen pondéré (taux de rendement effectif) des bons à six mois qui était de 6,43% en septembre 2001 a fléchi à 3,08% en décembre 2003 et 2,83% en juillet 2004. Cette baisse s'explique surtout par la mise en oeuvre de la procédure d'adjudication à taux demandé, dans un contexte d'abondance de la liquidité bancaire et par les trois réductions successives du taux de pension de la BCEAO intervenues en 2003 et 2004. Cette situation s'est inversée à partir du dernier trimestre de l'année 2004. Un renchérissement des bons du Trésor a été observé à partir de cette période et s'est poursuivi jusqu'en fin 2006 avec un taux moyen pondéré qui est ressorti à 5,30%. En 2007, ce taux s'est établi dans une fourchette comprise entre 4,68% et 5,72%. La tendance au relèvement est liée à une présence plus importante des Etats sur le marché, à une baisse de la liquidité bancaire ainsi qu'au relèvement du taux de pension de la BCEAO en 2006. De même, la concentration d'émissions sur le second semestre, avec des délais d'annonce parfois très courts, a contribué au renchérissement des bons.



Ces évolutions dénoteraient d'une intégration entre le marché monétaire et celui des bons du Trésor. Toutefois, les taux d'intérêt du marché interbancaire ne semblent pas sensibles aux variations de ceux du marché des bons du Trésor. Cette situation serait liée aux imperfections qui affectent le marché interbancaire relativement peu profond où les transactions sont généralement réalisées à blanc, sans utilisation de titres pour leur sécurisation.

La faiblesse des opérations sur le marché des titres publics et la quasi-absence d'un marché

secondaire ne favorisent pas la formation d'une courbe de taux de référence permettant d'apprécier l'évolution des taux sur les différents segments du marché des capitaux.

L'analyse de **la répartition géographique** des souscriptions primaires des bons du Trésor montre que pour l'ensemble de l'Union, les émissions réalisées sur la période sous revue ont été souscrites à hauteur de 55,6% par les banques locales et 44,4% par celles installées dans les autres Etats de l'Union.

Au Bénin, en Côte d'Ivoire et au Sénégal, les émissions sont souscrites en grande partie par les banques locales. Les souscriptions transfrontalières sont prépondérantes dans les autres pays. Par Etat, le taux moyen de souscription des résidents ressort à 77,8% pour la Côte d'Ivoire, 71,1% pour le Sénégal, 64,5% pour le Bénin, 45,0% pour le Niger, 39,5% pour le Mali, 36,6% pour le Burkina et 23,5% pour la Guinée-Bissau.

La répartition des souscriptions par origine met en évidence le caractère régional du marché des bons du Trésor de l'UEMOA, renforçant ainsi l'unification du marché des capitaux à court terme et la convergence des critères de placement dans l'UEMOA.

3.2. Principaux enseignements

L'analyse des performances du marché des bons du Trésor de l'UMOA permet de tirer les leçons ci-après :

a) Orientation favorable du marché des bons du Trésor de l'UMOA

Les performances réalisées par le marché des bons du Trésor de l'Union, a conforté l'acceptation par les Etats membres de la pertinence du recours au marché. Toutefois, il convient de rappeler qu'à la mise en place du marché des bons du Trésor en 2001, le besoin de financement annuel moyen de l'ensemble des Etats membres de l'UEMOA était de l'ordre de 4,7 points de pourcentage du PIB, soit 776,0 milliards de FCFA couvert entièrement par des ressources extérieures. Entre 2002 et 2006, ce besoin est ressorti à 4,8% du PIB, ou 1.099,2 milliards. L'encours moyen annuel des bons sur la période qui ressort à 85,7 milliards couvre 7,8% de ce besoin. Ce niveau de couverture demeure encore faible et pourrait être relevé par une présence plus régulière des Etats sur le marché dont le potentiel reste encore important au regard notamment du niveau de la liquidité bancaire dans l'UEMOA.

b) Couverture et taux de sorties des émissions

Le dispositif régissant les émissions a permis aux Etats de lever des ressources globalement suffisantes pour couvrir les besoins exprimés. La mise en oeuvre de la procédure d'appel d'offres ouvert à l'ensemble des intervenants des Etats membres de l'Union a favorisé la

concurrence permettant l'optimisation du coût de sortie des ressources. En particulier, la procédure d'adjudication à prix demandé paraît appropriée pour le marché régional de l'UEMOA et ne présenterait pas un risque élevé de surenchère (overbid), eu égard à la quasi-absence d'asymétrie d'information entre les souscripteurs. En effet, la quasi-totalité des soumissionnaires aux adjudications des bons du Trésor sont des banques, investisseurs institutionnels, disposant quasiment des mêmes informations concernant les émetteurs.

c) Rationalisation de la gestion de la trésorerie publique

En complément aux efforts d'assainissement des finances publiques, la rationalisation de la gestion de la trésorerie publique, comprenant l'utilisation de techniques et outils éprouvés (plans de trésorerie) et d'un cadre institutionnel approprié, contribue au succès des émissions. En effet, la gestion efficiente de la trésorerie publique permet une programmation systématique des émissions. A cet égard, les émissions ayant fait l'objet d'une communication préalable satisfaisante, notamment par une inscription dans un programme d'émissions publié à l'avance, ont été plus performantes que celles effectuées de manière quasi-inopinée.

L'un des maillons essentiels du cadre institutionnel de la gestion de la trésorerie publique est constitué par le Comité national de trésorerie, placé sous la présidence du Ministère chargé des Finances et comprenant des responsables de la Banque Centrale et des Ministères clés, notamment ceux en charge des secteurs prioritaires. Le rôle principal de ce Comité est de surveiller l'évolution des recettes et dépenses, de faciliter les arbitrages et de prendre les décisions nécessaires à l'exécution efficace du budget de l'Etat.

A cet égard, il convient de relever que les Etats membres disposant de Comités nationaux de trésorerie fonctionnels, interviennent plus souvent et de manière plus efficace sur le marché.

d) Politique monétaire et marché des bons du Trésor

Le développement du marché des titres publics a contribué à réduire la liquidité bancaire excédentaire, ramenant de ce fait progressivement les banques en « banque ». En outre, l'admissibilité des bons du Trésor au portefeuille de l'Institut d'émission a contribué à renforcer l'attrait de ces titres pour les banques. De manière générale, le renforcement de la liquidité des bons du Trésor contribue à réduire le coût de sortie des ressources mobilisées par émissions de ces titres.

Les interventions de la Banque Centrale en 2007 sur le marché monétaire ont été marquées par un recours accru des banques à ses concours, particulièrement au cours du second semestre, en liaison avec la baisse de la liquidité bancaire. Ces concours accordés aux guichets de la pension ordinaire et des appels d'offres, ont été principalement adossés à des titres publics y compris des bons du Trésor. Les opérations d'open-market conduites dans ces

conditions ont permis à l'Institut d'émission de répondre à la marge aux besoins de liquidités des banques, d'assurer le pilotage des taux d'intérêt sur le marché interbancaire et de rétablir la hiérarchie des taux d'intérêt sur le marché de capitaux à court terme.

e) Renforcement de la crédibilité financière des Etats et de la discipline de marché à l'échelle communautaire

Le recours régulier au marché permet aux Etats d'y asseoir leur crédibilité financière. Par ailleurs, pour réussir leurs interventions, ils s'efforcent d'adopter la discipline de marché en améliorant le système d'information sur les Finances Publiques et en assurant le règlement à bonne date des échéances.

4. PERSPECTIVES DU MARCHÉ DES BONS DU TRÉSOR DE L'UMOA

Un développement équilibré du marché des titres publics requiert la poursuite de l'assainissement des finances publiques des États membres, gage de la qualité de signature des Trésors publics nationaux et de l'allocation efficiente des ressources mobilisées. En outre, une présence régulière des Etats sur le marché nécessite la mise en place d'une gestion prévisionnelle et dynamique de la trésorerie publique intégrant une programmation systématique des émissions.

Par ailleurs, l'analyse des performances du marché des bons du Trésor a révélé les principaux obstacles ci-après à son développement :

- la faiblesse du dispositif d'information du marché ;
- la coordination insuffisante des interventions des Etats à l'échelle régionale ;
- le manque de dynamisme du marché secondaire des titres (absence de SVT et d'un cadre conventionnel de la pension livrée).

La mise en place d'un système performant d'information à l'échelle régionale offrant le maximum de renseignements aux différents intervenants est indispensable à l'essor du marché. De même, l'automatisation des procédures d'adjudication présente un gain d'efficience par rapport au traitement manuel. Elle renforcerait la transparence et la fiabilité et réduirait considérablement le temps d'exécution des opérations. Les réformes nécessaires pour prendre en compte ces préoccupations sont en cours notamment dans le cadre du projet de mise en place d'une application de gestion automatisée des titres.

Au niveau des Etats membres de l'Union, il est nécessaire de renforcer la stratégie de financement harmonieux des besoins de ressources par le marché, prenant en compte la

gestion prévisionnelle de la dette et de la trésorerie publiques.

Compte tenu de la dimension régionale du marché des bons du Trésor, l'harmonisation des calendriers d'émission prévus par les dispositions réglementaires favoriserait une meilleure collecte de ressources par les Etats et permettrait d'offrir une plus grande visibilité aux souscripteurs potentiels.

Enfin, la réflexion a été engagée par la Banque Centrale en vue de la mise en place d'un réseau de Spécialistes en Valeurs du Trésor pour garantir le placement des émissions et assurer principalement l'animation du marché secondaire des bons du Trésor. De même, un projet de convention régionale sur la pension livrée entre les intervenants du marché monétaire de l'UMOA est à l'étude pour offrir un cadre légal et sécurisé favorable pour les transactions de titres, notamment les bons du Trésor.

CONCLUSION

Au total, l'organisation et le fonctionnement du marché des bons du Trésor de l'Union a favorisé :

- le renforcement de la compétitivité et la transparence du marché des titres publics en réduisant davantage les asymétries d'information ;
- le recyclage optimal de la liquidité bancaire et de l'épargne régionale ;
- l'uniformisation et la sécurité des procédures, indispensables à l'approfondissement de l'intégration financière régionale ;
- le renforcement de l'expertise et la diffusion de la culture financière nécessaires au développement du marché des capitaux.

Grâce aux actions entreprises sous l'égide de la Banque Centrale, un marché des bons du Trésor rénové fonctionne ainsi dans l'UEMOA depuis près de sept ans, contribuant à consolider les bases du marché régional des capitaux et offrant des opportunités diversifiées pour satisfaire les besoins de financement des Trésors publics. Cette évolution institutionnelle justifie pleinement l'option du recours aux techniques modernes de financement de leurs besoins par le marché. Ces opportunités méritent d'être davantage saisies pour assurer la couverture des besoins de trésorerie. Les bons du Trésor constituent en outre un gisement de supports susceptibles de renforcer l'efficacité de la mise en oeuvre de la politique monétaire.

Pour poursuivre le développement de ce marché, il apparaît nécessaire de maintenir et d'intensifier les efforts d'assainissement et de rationalisation des finances publiques des Etats membres et de mettre en oeuvre les mesures d'accompagnement relatives au fonctionnement

du marché secondaire.

!

PROCEDURES D'EMISSION ET DE GESTIONS DES BONS DU TRESOR

1. Programmation et réalisation des émissions

La programmation des émissions est faite sur la base d'une prévision de la trésorerie de l'Etat. Le programme annuel est décliné en calendrier trimestriellement mis à jour en fonction de l'évolution de la prévision de la trésorerie publique.

Lorsqu'un Trésor national souhaite réaliser une émission, en principe prévue dans son programme préalablement communiqué au public, il saisit la Direction Nationale de la BCEAO, dans **un délai de 7 jours au moins** avant la date de l'adjudication. Celle-ci communique aux banques, aux établissements financiers, aux organismes financiers régionaux disposant d'un compte courant ordinaire dans les livres de la Banque Centrale un avis d'appel d'offres pour des ventes de bons du Trésor, indiquant les principales caractéristiques de l'opération (montant mis en adjudication, date et heure-limite de dépôt des offres, etc) selon un imprimé normalisé. En outre, elle transmet une copie de cet avis au Siège et aux autres Directions Nationales de la BCEAO, qui, à leur tour, le communiquent aux intervenants locaux. Cet avis est également publié sur le site Internet de la BCEAO.

Les soumissions, qui ne peuvent excéder pour un même investisseur 60% (règle d'emprise) du montant annoncé de l'adjudication, **sont déposées le jour de l'adjudication**, au plus tard à 10 heures 30 minutes, Temps Universel (TU), auprès des Directions Nationales de la BCEAO. Les intervenants locaux du pays émetteur déposent à la Direction Nationale de la BCEAO pour ce pays, sous plis fermés et séparés, les soumissions effectuées pour leur propre compte et pour celui de leur clientèle au moyen de formulaires, indiquant notamment les montants ainsi que les taux proposés.

S'agissant des souscriptions en provenance des autres Etats de l'Union, les intervenants concernés déposent leurs soumissions auprès de la Direction Nationale de la BCEAO de leur pays. Celle-ci centralise les soumissions et les communique à la Direction Nationale de la BCEAO du pays émetteur, par les voies les plus rapides.

Pour ce qui concerne les soumissions individuelles excédant 60% du montant mis en adjudication, elles sont prises en compte à concurrence de ce plafond, l'ajustement se faisant sur les soumissions les moins compétitives (assorties des taux les plus élevés).

Le dépouillement des offres et la détermination des résultats sont effectués par le Comité d'Adjudication (constitué de représentants du Ministère des Finances de l'Etat émetteur et de la BCEAO) qui se réunit le jour de l'adjudication à partir de 10 heures 30 mn dans les locaux de la Direction Nationale. Les résultats de la séance d'adjudication sont communiqués par la Direction Nationale de la BCEAO aux différents intervenants du marché et effectués les règlements livraison des titres, au plus tard à jour j+1.

Le Comité national d'adjudication se réunit dans les locaux de la Direction Nationale de la BCEAO, le jour de l'adjudication à l'heure limite de dépôt des soumissions, procède à l'ouverture des plis des soumissions locales et fait authentifier les signatures par les Services compétents de la BCEAO. Il réceptionne les soumissions reçues des autres Directions Nationales de la BCEAO et procède à la lecture des offres qui sont classées par ordre croissant de taux d'intérêt. Il détermine ensuite le nombre de soumissions, le montant global des offres reçues, le cumul par taux d'intérêt des offres, le nombre de titres souscrits et les montants correspondants. Après ce traitement, le Comité d'Adjudication arrête le détail des offres acceptées, en commençant par la soumission assortie du taux d'intérêt le plus bas. Le taux correspondant à la dernière offre constitue le *taux marginal*.

Dans la détermination des résultats, deux cas sont à prévoir : l'hypothèse où le volume des soumissions excède le montant des titres mis en adjudication et celle où le volume des soumissions est inférieur ou égal au montant des titres mis en adjudication.

Si les offres reçues excèdent le montant des titres mis en adjudication, le taux marginal est le taux pour lequel le montant cumulé égale ou excède le montant mis en adjudication. Dans ce cas, les soumissions exprimées à des taux inférieurs au taux marginal sont intégralement retenues. Celles exprimées au taux marginal sont servies proportionnellement pour absorber le montant mis en adjudication à ce taux. Le volume retenu est égal à celui mis en adjudication. Par contre, dans le cas où le montant cumulé des demandes de placement est inférieur ou égale au volume mis en adjudication, toutes les soumissions sont retenues et le taux marginal correspond en conséquence au taux le plus élevé offert.

Au regard des principes de décision susmentionnés, le Comité d'Adjudication **détermine par consensus** (cf. Article 6 de l'Instruction n°01/2001/TIT relative aux procédures de vente aux enchères des bons et obligations du Trésor avec le concours de la Banque Centrale) le résultat de l'adjudication, retracé dans un procès-verbal qu'il dresse. Il arrête également la liste des soumissions retenues.

La Direction Nationale de la BCEAO du pays de l'émetteur communique aux établissements soumissionnaires locaux, à toutes les autres Directions Nationales qui le répercutent aux soumissionnaires de leurs pays respectifs et au Siège de la BCEAO, le procès-verbal qui, outre le résultat global des soumissions, comporte les informations suivantes :

$$\text{Taux de souscription} = \frac{\text{Montant total des souscriptions}}{\text{Montant mis en adjudication}} \text{ en \%}$$

$$\text{Taux d'absorption} = \frac{\text{Montant retenu}}{\text{Montant total des souscriptions}} \text{ en \%}$$

$$\text{Taux moyen pondéré des offres (TMP)} = \sum_{i=1}^n \frac{T_i \times O_i}{O} \text{ où :}$$

T_i est le taux d'intérêt de la soumission retenue i ;

O_i le montant de la soumission retenue i ;

O le montant total des soumissions retenues ;

n le nombre total de soumissions retenues.

Le taux de rendement moyen pondéré (TRMP) correspond au taux moyen pondéré des sommes effectivement déboursées, compte tenu du précompte des intérêts. Il est obtenu en calculant la moyenne pondérée des taux de rendements dérivés des taux nominaux. Ainsi, pour un taux nominal T associé à une offre retenue donnée, le taux de rendement s'obtient en rapportant le montant total des intérêts précomptés (sur une base annuelle) au montant total déboursé. En notant r , le taux de rendement effectif, le calcul s'effectue comme suit :

$$r = \frac{C_f - C_a}{C_a} \times \frac{360}{J}$$

où :

C_f = montant du remboursement à l'échéance ;

C_a = prix d'acquisition du bon, soit la valeur nominale diminuée des intérêts précomptés ;

J = durée du bon en nombre de jours.

En exprimant le prix d'acquisition en fonction de la valeur de remboursement, la formule précédente devient :

$$r = \frac{T}{P_1 - \frac{T \times J}{360} P} \quad \text{où } T \text{ est le taux d'intérêt nominal associé à une offre donnée.}$$

Le taux de rendement moyen pondéré (TRMP) se calcule comme suit :

$$\text{TRMP} = \frac{\sum r_i \times O_i}{\sum O_i} \quad \text{où } r_i \text{ est le taux de rendement effectif de l'offre } i \text{ de montant } O_i.$$

La Direction Nationale de la BCEAO de l'État émetteur communique également les soumissions retenues au Siège de la BCEAO, aux investisseurs locaux et aux Directions Nationales de la BCEAO concernées qui les répercutent aux soumissionnaires locaux.

Ces diligences sont réalisées au plus tard le lendemain de l'adjudication.

Le règlement des soumissions retenues est effectué dans les livres de la BCEAO, à la date de valeur indiquée sur l'avis d'adjudication, par le débit du compte courant ordinaire du soumissionnaire. Il porte sur le montant nominal des bons, net des intérêts précomptés calculés sur la base de 360 jours dans l'année. Les versements effectués par les soumissionnaires sont reversés au Trésor à la même date de valeur.

Tout souscripteur ne disposant pas, à la date du règlement, d'une provision suffisante pour la couverture de ses soumissions retenues, est suspendu par la Banque Centrale sur le territoire de l'Union de toute participation à une séance d'adjudication jusqu'à la régularisation de sa situation et au moins pour une séance, sans préjudice de toute autre sanction applicable aux incidents de paiement. En cas de récidive, il est suspendu pour au moins deux séances.

La Banque Centrale publie une annonce indiquant, pour une adjudication donnée, les incidents de paiement ainsi que les sanctions infligées à leurs auteurs.

2. Tenue en compte et circulation des bons du Trésor

En tant que dépositaire des bons du Trésor, la BCEAO assure leur conservation pour le compte de l'Etat. Parallèlement, elle ouvre un compte courant titres pour chaque établissement de crédit dans lequel sont inscrits distinctement les titres qu'il détient pour son propre compte et pour celui de sa clientèle. A leur tour, les établissements de crédit ouvrent dans leurs livres des comptes-titres pour leurs clients dont la contrepartie se trouve dans le compte courant titres à la Banque Centrale.

Tout investisseur personne physique ou morale, peut acquérir ou vendre des bons du Trésor sur le marché secondaire par le biais d'un intermédiaire agréé par la Banque Centrale (banques, établissements financiers ou organismes financiers régionaux). Dans ce cadre, les intermédiaires agréés sont tenus d'afficher les prix à l'achat et à la vente auxquels ils sont disposés à effectuer des transactions.

Les bons du Trésor sont admis en support des refinancements de la BCEAO dans la limite des plafonds de concours directs et indirects aux Etats. Par ailleurs, dans le cadre de la conduite de la politique monétaire, la BCEAO peut procéder à des opérations de pension, à des achats et ventes de bons du Trésor ou à toute autre opération du marché monétaire. L'admissibilité des bons du Trésor au refinancement de la BCEAO renforce leur liquidité.

Les bons du Trésor peuvent être utilisés en gage ou nantissement pour garantir des opérations effectuées par leurs détenteurs avec leurs partenaires. Le nantissement des titres publics implique leur comptabilisation dans un compte titres intitulé « compte titres non disponibles ».

Pendant la durée du nantissement, les titres restent la propriété du détenteur qui ne peut toutefois pas les utiliser pour d'autres opérations.

Le remboursement des bons du Trésor est effectué le premier jour ouvré suivant leur échéance par la BCEAO, agissant pour le compte de l'État émetteur. A cet égard, elle crédite le compte courant de l'investisseur par le débit du compte spécial du Trésor, sous réserve de l'existence d'une provision préalable. L'approvisionnement du compte spécial s'effectue sur ressources propres de l'État émetteur ou par débit du compte courant ordinaire du Trésor public. En cas d'insuffisance de provision, les porteurs sont remboursés dans la limite de la provision disponible et au prorata du nombre de titres de chaque détenteur. Le reliquat est remboursé en priorité dès constitution de la provision. Les incidents relatifs au remboursement des bons du Trésor sont portés sans délai, par la Direction Nationale de la BCEAO de l'État émetteur, à la connaissance du Siège de la BCEAO et des Directions Nationales pour les Etats comptant des souscripteurs, par télécopie, télex ou toute autre voie de communication rapide.

Les titres étant dématérialisés, leur transmission sur le marché secondaire s'effectue par simple virement de compte à compte. Toute opération sur titres entraînant un mouvement d'espèces ou de droits au compte d'un investisseur, fait l'objet d'écritures concomitantes sur les titres, les espèces et les droits. Les opérations d'achat et de vente de bons du Trésor sont exécutées selon le principe du paiement contre livraison. Ainsi, les règlements espèces doivent s'effectuer de manière concomitante avec la livraison des titres, à la date de valeur de l'opération.

La compensation des transactions sur le marché secondaire des bons du Trésor est assurée par la BCEAO. Lorsqu'une transaction donne lieu à transmission des titres chez un autre teneur de comptes et/ou changement dans la propriété des titres, il est requis de chacune des parties, l'établissement, sous le contrôle du teneur de comptes, d'un ordre de mouvement. L'ordre de mouvement est établi selon un formulaire normalisé. Les ordres de mouvement dûment remplis sont adressés par les teneurs de comptes, le jour de l'opération, à la Direction Nationale de la BCEAO de l'Etat du donneur d'ordre, en vue de la compensation. La transmission à la Banque Centrale des ordres de mouvements s'effectue au choix des intervenants, par télécopie, télex, courrier ordinaire ou toute autre voie de communication rapide acceptée par la BCEAO. Dans le cas où les deux parties sont domiciliées auprès du même teneur de comptes, celui-ci procède à la compensation des opérations et communique copie des ordres à la Direction Nationale de la BCEAO pour attribution. Pour ce qui concerne les contreparties disposant d'un compte « Bons du Trésor » et d'un compte courant ordinaire dans les livres de la BCEAO, celle-ci assure la compensation des transactions qu'elles effectuent entre elles. La compensation est organisée selon le principe de la double notification, l'objectif étant d'assurer le dénouement simultané de la livraison des bons du Trésor et du règlement au comptant. Le délai minimum de règlement qui peut être modifié par une Instruction de la BCEAO, est de jour J+1 pour les opérations domestiques et de jour J+3 pour les opérations entre deux États membres de l'Union. Toutefois, les parties contractantes sont libres de convenir d'un terme supérieur aux minima ci-dessus pour dénouer leurs opérations. Si les instructions données par les deux parties sont identiques, l'opération est définitivement compensée à la date de valeur convenue. En cas de discordance entre les éléments fournis, la Banque Centrale suspend l'opération et notifie cette décision aux deux parties pour correction. La Banque Centrale s'assure de l'existence de provisions suffisantes avant d'exécuter les compensations demandées.
