

ÉLÉMENTS EXPLICATIFS DES *SPREADS* SOUVERAINS EN UEMOA

Anne-Victoire Maizière

Wylliam Souekolo Okongo

Le marché des titres publics de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (MTP de l'UEMOA)¹ est une source de financement importante pour les États de l'Union. Entre 2022 et 2024, les émissions brutes d'obligations ont permis de couvrir environ 73 % des besoins de financement de l'UEMOA. Le mode d'émission privilégié est celui de l'adjudication (61 % des émissions d'obligations entre 2022 et 2024).

Le MTP a pour objectif de permettre aux États de mobiliser des financements aux conditions les plus avantageuses possibles, sans être soumis au risque de change du marché financier international. Cependant, depuis 2023, on observe une forte hausse de l'écart (*spread*) entre les taux de rendement de certaines obligations souveraines et le taux de rendement de l'émetteur régional de référence : la Côte d'Ivoire. Le Burkina Faso, la Guinée-Bissau, le Mali et le Niger sont particulièrement concernés. Ainsi, entre juillet 2023 et décembre 2024, le Niger a vu ses *spreads* avec la Côte d'Ivoire sur les obligations à trois ans passer de 45 à 252 points de base (pdb).

Dans cet article, nous tenterons d'identifier les facteurs influençant le niveau des *spreads* au sein du MTP de l'UEMOA. Cette analyse est particulièrement pertinente dans le cas d'une union monétaire, car elle permet d'exhiber les facteurs spécifiques à chaque pays. Nous analyserons dans un premier temps le fonctionnement de ce marché et l'évolution des *spreads* entre 2022 et 2024. Pour ce faire, nous retenons les émissions par adjudication, compte tenu de la prédominance de ce mode d'émission en UEMOA, et prenons la Côte d'Ivoire comme pays de référence, en raison de son poids économique dans l'Union et de la qualité de sa note par les agences de notation. Nous effectuerons une comparaison avec d'autres unions monétaires afin de mieux apprécier le niveau des *spreads* observés. Dans un second temps, nous chercherons à identifier les facteurs qui influencent

les *spreads* en UEMOA. La période étudiée ici ne va pas en deçà de 2022, car les *spreads* ont été calculés à partir des synthèses mensuelles du marché primaire des titres publics publiées par UMOA-Titres depuis avril 2021.

1| Fonctionnement et évolution du MTP de l'UEMOA

Les caractéristiques du marché

Les titres et les types d'opérations

Conformément au cadre réglementaire en vigueur², le MTP de l'UEMOA est composé des bons assimilables du Trésor – BAT – (maturité n'excédant pas deux ans) et des obligations assimilables du Trésor – OAT – (maturité de plus de deux ans) émis suivant une procédure d'adjudication ou de syndication.

La suspension en 1999 puis la suppression en 2010 des concours directs de la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) aux Trésors nationaux ont permis d'accélérer le développement de ce marché.

Les titres publics émis par adjudication représentent la part la plus importante du marché. Fin 2024, le volume des émissions brutes de titres publics par adjudication (bons et obligations) représente 86,9 % du total des émissions publiques (32,9 % du total pour les obligations émises par adjudication). Compte tenu de l'importance des émissions par adjudication, l'étude se concentre uniquement sur les *spreads* de ce segment de marché.

¹ D'un point de vue juridique, il conviendrait d'utiliser le sigle « UMOA ». Cependant, par commodité, nous utiliserons « UEMOA », les deux sigles couvrant les mêmes pays.

² Règlement n° 06/2013/CM/UEMOA du 28 juin 2013.

Le volume des émissions de titres publics par adjudication a fortement augmenté entre 2018 et 2024.

D'après la BCEAO, il a triplé sur la période pour s'établir à 8 127,4 milliards de francs CFA d'Afrique de l'Ouest (XOF) en 2024, soit 6,1 % du PIB de l'UEMOA. Par ailleurs, l'année 2020 a connu un montant record levé par les États (8 741,8 milliards XOF, 9,5 % du PIB). Cela s'explique par l'émission de « bons Covid-19 » en 2020, pour un montant de 3 147,5 milliards XOF, destinés à faire face aux dépenses immédiates enregistrées lors de la crise sanitaire.

Les acteurs

La Côte d'Ivoire est le principal émetteur de dette en monnaie locale en UEMOA, suivie du Sénégal. Cela s'explique par la taille de ces deux économies.

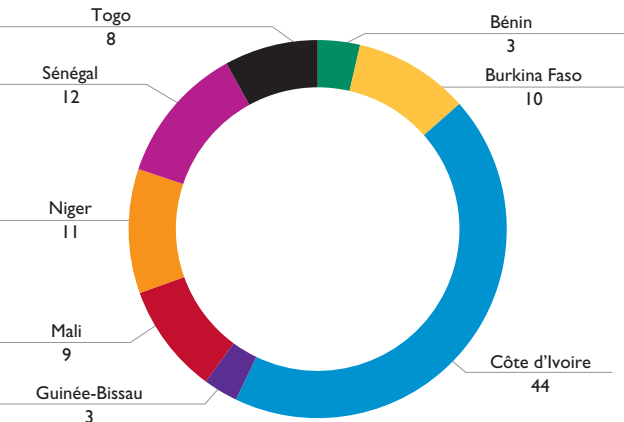
En 2024, les émissions de la Côte d'Ivoire et du Sénégal ont représenté 56 % du volume total des émissions.

Le MTP est animé par les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), qui peuvent être des banques ou des sociétés de gestion et d'intermédiation (SGI)³. Les SVT ont parmi leurs missions essentielles la participation aux adjudications de titres de la dette publique et l'animation du marché secondaire des titres publics.

Les banques représentent près de 90 %⁴ des investisseurs du marché. Les autres investisseurs incluent notamment les fonds d'investissement (organismes de placement collectif en valeurs mobilières, OPCVM), les caisses de dépôt et de consignment et les particuliers.

G1 Répartition des émissions de titres publics dans les pays de l'UEMOA, par émetteur, en 2024

(en %)



Sources : UMOA-Titres et calculs des auteurs.

Évolution des *spreads* en UEMOA et comparaison avec d'autres unions monétaires

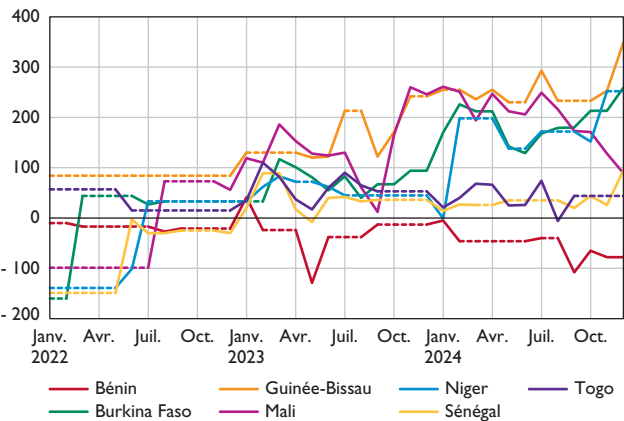
Évolution des *spreads* sur le marché primaire en UEMOA entre 2022 et 2024

Dans cette partie, nous analysons l'évolution des *spreads* des OAT à trois ans observés sur le marché primaire entre 2022 et 2024. La maturité de trois ans est retenue, car elle est la plus utilisée pour l'émission des obligations en UEMOA (27 %) sur la période 2022-2024. Les *spreads* sont calculés en prenant comme référence les OAT de la Côte d'Ivoire en raison de son poids économique dans l'Union et de sa notation. Le pays est en effet le mieux noté de l'UEMOA par les agences Moody's et Standard & Poor's (S&P)⁵.

Bien que les OAT à trois ans soient les titres les plus émis sur la période, les pays de l'UEMOA n'émettent pas tous les mois cette maturité. Afin de pouvoir néanmoins bien comparer les taux de rendement de deux titres, les *spreads* ont été calculés à partir des taux de rendement de titres émis le même mois. À défaut, le dernier *spread* calculé est reporté jusqu'à ce qu'il y ait de nouvelles émissions concomitantes du pays concerné et du pays de référence. Ce choix méthodologique permet d'éviter des variations dues aux irrégularités d'émission d'un pays.

G2 *Spreads* des obligations à trois ans observés sur le marché primaire en UEMOA, par rapport à la Côte d'Ivoire

(en points de base)



Note : Les périodes de stagnation observées (en pointillé) renvoient à des reports de *spreads* en l'absence d'émissions concomitantes entre la Côte d'Ivoire et le pays étudié.
Sources : UMOA-Titres et calculs des auteurs.

Le graphique 2 (*supra*) montre une stagnation voire une réduction des *spreads* en 2022, suivie d'une forte hausse en 2023 avec un pic à 349 pdb en décembre 2024.

À cette date, les *spreads* sont particulièrement élevés pour le Burkina Faso (259 pdb), la Guinée-Bissau (349 pdb), le Mali (89 pdb) et le Niger (252 pdb).

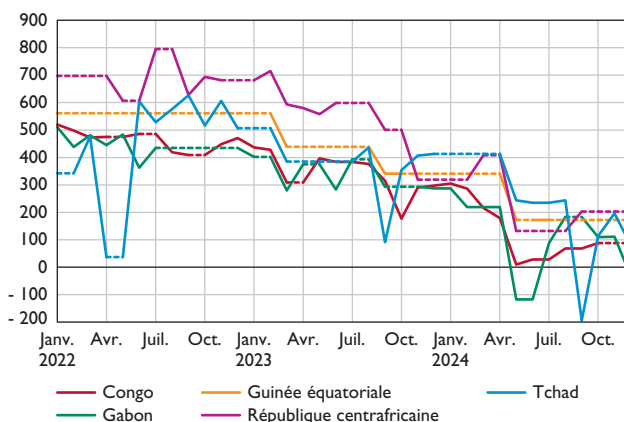
Comparaison des *spreads* en UEMOA avec d'autres unions monétaires : CEMAC et zone euro
Afin de mieux apprécier le niveau des *spreads* observés en UEMOA, ils sont comparés avec deux autres unions monétaires : la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) et la zone euro.

L'analyse comparative avec la CEMAC se fonde sur les OAT à trois ans de cette zone. Le Cameroun a été retenu comme référence, car il constitue la principale économie, est le principal émetteur de la zone, et dispose de l'une des meilleures notes attribuées par les agences internationales aux pays de la CEMAC⁶. C'est aussi le premier pays à recourir au marché régional des titres publics en 2011.

Le graphique ci-après retrace l'évolution des *spreads* par rapport au Cameroun sur le marché primaire entre 2022 et 2024. Les États de la CEMAC n'émettent pas tous les mois des obligations de maturité de trois ans.

G3 *Spreads* des obligations à trois ans observés sur le marché primaire dans la CEMAC, par rapport au Cameroun

(en points de base)



*Note : Les périodes de stagnation observées (en pointillés) renvoient à des reports de *spreads* en l'absence d'émissions concomitantes entre le Cameroun et le pays étudié.*
Source : Calculs des auteurs d'après les données de la Cellule de règlement et de conservation des titres (CRCT).

Comme pour le graphique 2, les *spreads* sont calculés uniquement lorsque le pays étudié et le Cameroun émettent au cours du même mois. Le dernier *spread* est reporté en l'absence de nouvelles émissions simultanées.

Les *spreads* en CEMAC ont longtemps été supérieurs à ceux qui ont été observés en UEMOA. Ils atteignent jusqu'à 800 pdb en 2022, bien au-delà de ce qui a été mesuré en Afrique de l'Ouest. Leur réduction graduelle peut s'expliquer par une amélioration de la situation financière au Tchad et en République centrafricaine et par une évolution inverse dans le pays de référence. À fin 2024, les *spreads* qui sont observés sont même inférieurs en CEMAC : ils varient entre - 34 pdb et 203 pdb, contre - 78 pdb et 349 pdb en UEMOA.

L'analyse comparative avec la zone euro se fait au moyen du taux à trois ans de la courbe de taux zéro-coupon⁷. Bien qu'il ne s'agisse pas de la maturité de référence admise dans la littérature académique pour la zone euro, les titres à trois ans ont été retenus pour des raisons de comparabilité avec l'UEMOA. L'Allemagne est retenue comme pays de référence compte tenu de son importance économique et parce qu'elle dispose de l'une des meilleures notes⁸ données par les agences de notation aux pays de la zone euro.

Exception faite de la Grèce, les *spreads* observés en zone euro en 2022 sont plus proches des niveaux constatés en UEMOA que de ceux de la CEMAC.

En zone euro, le pic de *spread* a été observé en Grèce avec 309 pdb en septembre 2022, en lien avec la dégradation de la note attribuée au pays par les agences de notation à la suite de la crise des dettes souveraines. En 2022, les titres allemands bénéficiaient d'une notation triple A par les agences Moody's et S&P, tandis que les titres grecs étaient classés comme un investissement spéculatif.

3 Établissements financiers constitués en sociétés anonymes, non soumis à la réglementation bancaire et ayant reçu la qualité de SGI par agrément de l'Autorité des marchés financiers de l'UEMOA (AMF-UEMOA).

4 88 % en 2024.

5 La Côte d'Ivoire est notée BB par S&P et Ba2 par Moody's au 31 décembre 2024.

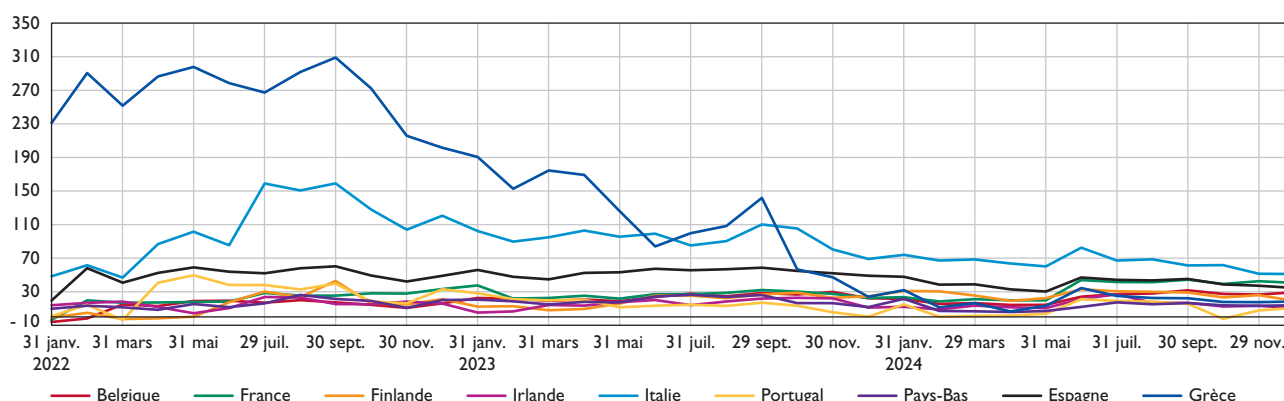
6 Le Cameroun est noté B- par S&P au 31 décembre 2024.

7 Le marché des titres publics des pays de la zone euro est mature, avec un marché secondaire très dynamique. Les taux zéro-coupon résument donc toute l'information disponible sur le marché.

8 L'Allemagne est notée AAA par S&P au 31 décembre 2024.

G4 *Spreads* des taux zéro-coupon à trois ans observés en zone euro, par rapport à l'Allemagne

(en points de base)



Source : Bloomberg.

Cependant, une comparaison de l'évolution des écarts-types des *spreads* entre 2022 et 2024 permet d'observer leur hausse en UEMOA, signalant une fragmentation du marché, tandis que les écarts-types en zone euro ont tendance à se réduire (cf. annexe 1 *infra*).

2| Les déterminants des *spreads* sur le MTP de l'UEMOA

Dans cette partie, nous nous intéressons aux principaux facteurs influençant les taux de rendement des obligations souveraines, et donc des *spreads* observés. Nous retenons toujours les *spreads* des obligations souveraines à trois ans émises par adjudication sur le marché primaire (cf. graphique 2 *supra*). Nous portons une attention particulière à l'année 2023, qui marque le début d'une période de hausse des *spreads*.

Les indicateurs macroéconomiques de gouvernance et de liquidité ont une forte influence sur le niveau de rendement des obligations souveraines

Les indicateurs macroéconomiques

Les taux de rendement des titres souverains sont généralement influencés par des données macroéconomiques : **taux de croissance, solde budgétaire, dette, inflation, balance commerciale, politique monétaire** (cf. « Le point de vue de la BCEAO », p. 87). Ainsi, lorsque les investisseurs anticipent une dégradation du déficit, les taux de rendement évoluent à la hausse : les besoins de financement entraînent

un déséquilibre entre l'offre et la demande d'épargne publique (Marteau, 2021). Ils peuvent également inclure une prime permettant de compenser le risque de crédit, qui peut être défini comme l'incapacité d'un État à respecter ses engagements. Plusieurs indicateurs permettent d'estimer la capacité d'un État à générer de la croissance et à assurer la soutenabilité de ses finances publiques.

Voici ce que montre le tableau 1 (*infra*), pour 2023 :

- **l'absence d'émissions sur une longue période fausse l'analyse des liens entre *spreads* et indicateurs macroéconomiques.** À titre d'exemple, le Niger a le PIB par habitant et le taux de croissance les plus faibles de l'UEMOA. Pourtant, à fin 2023, le pays affiche un des *spreads* les plus bas. Cette situation peut s'expliquer par l'absence d'émissions du Niger à partir d'août 2023, à la suite du coup d'État de juillet 2023 et des sanctions prises par la Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO). Les *spreads* affichés dans le tableau 1 sont les derniers disponibles et datent de juillet 2023 ;
- **une corrélation entre PIB par habitant et *spreads* sur le marché primaire des titres publics en UEMOA.** Les pays avec les PIB par habitant les plus élevés (Sénégal, Bénin, Côte d'Ivoire et Togo) sont ceux qui empruntent à plus faible coût. L'inverse se vérifie également. Le coefficient de corrélation entre ces deux indicateurs (en excluant le Niger pour les raisons citées au paragraphe précédent) s'élevait à $-0,6$;

T1 Principaux indicateurs macroéconomiques des pays de l'UEMOA en 2023

Indicateurs	Bénin	Burkina Faso	Côte d'Ivoire	Guinée-Bissau	Mali	Niger	Sénégal	Togo
Derniers <i>spreads</i> observés sur les OAT à trois ans, en pdb (date du spread)	- 13 (09/2023)	94 (11/2023)	0	242 (11/2023)	246 (12/2023)	45 (07/2023)	36 (09/2023)	53 (08/2023)
Taux de croissance réel du PIB en %	6,4 (- 0,1)	3 (- 3,5)	6,5	4,5 (- 2)	4,7 (- 1,8)	2,6 (- 3,9)	4,3 (- 2,2)	6,4 (- 0,1)
PIB réel par habitant en dollars US ^{a)}	1 263,6 (- 1 048,5)	744,2 (- 1 567,9)	2 312,1	766,8 (- 1 545,3)	890,6 (- 1 421,5)	557,6 (- 1 754,5)	1 459,0 (- 853,1)	896,9 (- 1 415,2)
Inflation en %	2,7 (- 1,7)	0,8 (- 3,6)	4,4	7,2 (+ 2,8)	2,1 (- 2,3)	3,7 (- 0,7)	5,9 (+ 1,5)	5,3 (+ 0,9)
Déficit courant en % du PIB	- 8,2 (- 0,1)	- 4,9 (- 3,4)	- 8,3	- 7,7 (- 0,6)	- 6,5 (- 1,8)	- 14 (+ 5,7)	- 19,7 (+ 11,4)	- 4 (- 4,3)
Déficit budgétaire en % du PIB	- 4,1 (- 1,1)	- 6,7 (+ 1,5)	- 5,2	- 8,6 (+ 3,4)	- 3,4 (- 1,8)	- 5,4 (+ 0,2)	- 12,4 (+ 7,2)	- 5,5 (+ 0,3)
Ratio d'endettement en % du PIB	54,5 (- 3)	57,1 (- 0,4)	57,5	72,2 (+ 14,7)	44,1 (- 13,4)	52,5 (- 5)	99,7 (+ 42,2)	66,1 (+ 8,6)
Analyse de viabilité de la dette ^{b)}	Risque modéré	Risque modéré	Risque modéré	Risque élevé	Risque modéré	Risque modéré	Risque modéré	Risque élevé
Charge de la dette en % des recettes fiscales	12,4 (- 6,6)	13 (- 6)	19	26,7 (+ 7,7)	10,5 (- 8,5)	17,1 (- 1,9)	16,1 (- 2,9)	15,3 (- 3,7)

a) Source : Banque mondiale.

b) Sources : Banque mondiale et FMI.

Notes : La Côte d'Ivoire est utilisée comme pays de référence. Les données entre parenthèses correspondent à l'écart avec le pays de référence. Le rouge indique un indicateur dégradé par rapport à celui de la Côte d'Ivoire. Les *spreads* ont été calculés à partir des taux de rendement de titres émis le même mois. Ainsi, le *spread* indiqué pour le Niger date de juillet 2023 car il n'y a eu aucune émission concomitante entre ce pays et la Côte d'Ivoire les mois suivants.

OAT, obligations assimilables du Trésor ; pdb, points de base.

Source : BCEAO, sauf indication contraire.

- **le risque de surendettement peut avoir un impact sur le coût de financement, mais il peut également être compensé par d'autres variables.** Le Togo et la Guinée-Bissau sont tous deux exposés à un risque de surendettement élevé selon le FMI. Dans le cas de la Guinée-Bissau, l'indicateur de soutenabilité de la dette a un impact important puisque les émissions de l'État affichent l'un des taux de rendement les plus élevés de l'UEMOA en 2023. L'évaluation de la soutenabilité de la dette a un effet plus nuancé dans le cas du Togo. Fin 2023, le Togo a un coût de financement inférieur à celui de la Guinée-Bissau, mais également

du Mali et du Burkina Faso. Cela peut provenir de sa meilleure performance sur d'autres indicateurs macroéconomiques, tels que le PIB par habitant et le taux de croissance, qui est supérieur à celui de l'Union. Comme nous le verrons, les indicateurs de gouvernance peuvent également jouer un rôle.

Gouvernance et stabilité politique
Certaines études ont démontré qu’il existe une corrélation entre de faibles *spreads* et une bonne gouvernance associée à un PIB par habitant élevé (Presbitero et al., 2016). Afin d’établir si l’on peut observer un lien entre la qualité de la gouvernance des États de l’UEMOA et les *spreads*, nous utilisons les résultats de l’évaluation des politiques et des institutions nationales (*country policy and institutional assessment*, CPIA) conduite par la Banque mondiale. À travers cette évaluation, l’institution attribue à chaque pays une note allant de 1 à 6 (note la plus élevée) pour 16 indicateurs regroupés dans quatre catégories : gestion économique, politiques structurelles, politiques de lutte contre l’exclusion sociale et de promotion de l’équité, gestion du secteur public et institutions.

Le tableau 2 permet de montrer un lien entre la qualité de la gouvernance, évaluée grâce à l’indicateur CPIA, et les *spreads*. En effet, en 2023, l’ensemble des pays avec les rendements moyens pondérés les plus faibles (Bénin, Côte d’Ivoire, Sénégal et Togo) ont une note CPIA égale ou supérieure à 3,7. Dans le cas du Togo, la qualité de la gouvernance ainsi que l’indicateur macroéconomique de PIB par habitant semblent compenser le risque lié à l’endettement constaté précédemment. À l’inverse, la Guinée-Bissau, qui fait également face à un risque élevé de surendettement mais dispose de la note CPIA la plus faible, est fortement pénalisée par ces deux indicateurs.

Depuis 2021, certains pays de l’UEMOA ont connu des coups d’État ou des tentatives. C’est le cas du Burkina Faso, de la Guinée-Bissau, du Mali et du Niger. Afin de déterminer le lien entre stabilité politique et *spreads*, nous analyserons les cas du Burkina Faso et du Niger, qui ont connu au moins un coup d’État sur la période étudiée (2022-2024). Le Burkina Faso a connu deux coups d’État en 2022, qui ont entraîné une dégradation des rendements moyens pondérés et une détérioration des *spreads* avec la Côte d’Ivoire. Le premier coup d’État a eu lieu le 23 janvier 2022 et le second, le 30 septembre 2022. La dernière émission concomitante d’OAT à trois ans entre le Burkina Faso et la Côte d’Ivoire avant janvier 2022 remonte à juin 2021 et montre que le Burkina Faso empruntait à des taux plus avantageux (5,11 %) que la Côte d’Ivoire (5,56 %). En mars 2022, la Côte d’Ivoire et le Burkina Faso émettent de nouvelles OAT à trois ans et le *spread* entre les deux obligations s’inverse (44 pdb) au détriment du Burkina Faso. Cette évolution suggère que le coup d’État de janvier 2022 a eu un impact négatif sur l’appréciation du risque du Burkina Faso par les investisseurs du marché régional. Par ailleurs, après le coup d’État de septembre 2022, le Burkina Faso n’a émis aucune OAT à trois ans avant le mois de mars 2023. Au moment où il émet de nouveau, le pays est pénalisé avec un *spread* qui s’accroît à 117 pdb. Le coup d’État au Niger semble également avoir eu un impact négatif sur les *spreads*. Lors de la dernière émission avant le coup d’État, le *spread* avec la Côte d’Ivoire sur les OAT à trois ans s’élevait à

T2 Lien entre gouvernance et *spreads* dans les pays de l’UEMOA en 2023

	Bénin	Burkina Faso	Côte d’Ivoire	Guinée-Bissau	Mali	Niger	Sénégal	Togo
Note CPIA en 2023	3,9	3,4	3,8	2,6	3,2	3,4	3,7	3,8
Coup d’État depuis 2021	–	01/2022 et 09/2022	–	Tentative en 02/2022	05/2021	07/2023	–	–
Derniers <i>spreads</i> observés en 2023 sur les OAT à trois ans, en pdb ^{a)}	- 13	94	0	242	246	45	36	53
(date du spread)	(09/2023)	(11/2023)	–	(11/2023)	(12/2023)	(07/2023)	(09/2023)	(08/2023)

a) La Côte d’Ivoire est le pays de référence pour le calcul des *spreads*. Ces derniers ont été calculés à partir des taux de rendement de titres émis le même mois. Ainsi, le *spread* indiqué pour le Niger date de juillet 2023 car il n’y a eu aucune émission concomitante entre ce pays et la Côte d’Ivoire les mois suivants.
Note : CPIA, country policy and institutional assessment ; OAT, obligations assimilables du Trésor ; pdb, points de base.
Source : Banque mondiale (2023), CPIA Afrique, septembre.

45 pdb. À la suite du renversement du gouvernement, le Niger n'a émis des OAT qu'à partir de mai 2024, avec un *spread* de 138 pdb.

En 2024, la BCEAO constate une prime de risque additionnelle « du fait des incertitudes liées à la situation sécuritaire et sociopolitique dans certains États de l'Union⁹ », tout comme le Fonds monétaire international (FMI)¹⁰, qui mentionne une hausse des *spreads* en raison de l'instabilité politique dans les pays de l'Alliance des États du Sahel (AES) : Mali, Niger et Burkina Faso. Ainsi, en décembre 2024, les *spreads* sur les OAT à trois ans s'élevaient à 259 pdb pour le Burkina Faso, 89 pdb pour le Mali et 252 pdb pour le Niger.

Ces différents exemples suggèrent un lien entre la qualité de la gouvernance (mesurée par l'indicateur CPIA), l'instabilité politique et les *spreads*.

Notation des agences

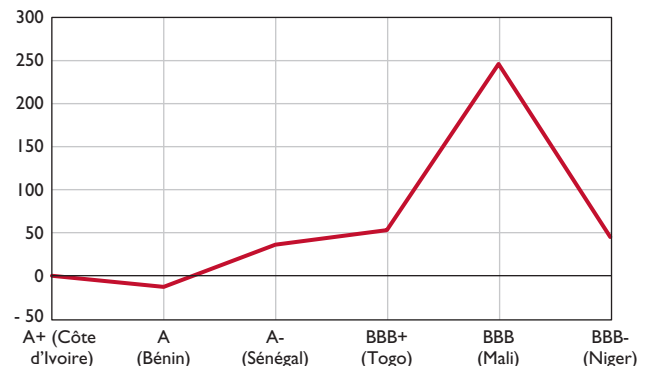
Le lien entre les notes attribuées par les agences de notation et les *spreads* en UEMOA semble confirmer l'impact des indicateurs macroéconomiques et de gouvernance sur les *spreads*. En effet, ces agences évaluent le risque de crédit porté par les titres souverains en prenant en compte l'ensemble de ces indicateurs. Dans le cas de l'UEMOA, les pays sont notés par des agences internationales (Moody's et Standard & Poor's) et régionales (Bloomfield et GCR Ratings). Contrairement aux agences internationales, ces dernières se focalisent uniquement sur la capacité des États à faire face à leurs engagements en monnaie locale. Les graphiques 5a et 5b mettent en lien les notes attribuées par les agences Bloomfield et Moody's sur les OAT à trois ans à fin 2023 sur le marché primaire. Ces deux agences ont été retenues car elles couvrent le plus grand nombre de pays dans la zone (cf. annexe 2 *infra* pour les notes attribuées par les autres agences). Dans le cas où aucun titre n'a été émis en décembre 2023, c'est la dernière émission observée sur l'année en cours qui a été retenue.

Les graphiques 5a et 5b montrent une évolution concomitante entre les *spreads* et la notation des agences (plus la note se détériore, plus le *spread* est élevé), sauf dans les cas du Bénin et du Niger. Le Bénin dispose des meilleures conditions de financement sans pour autant avoir la meilleure note. Cela peut s'expliquer par le fait que la Côte d'Ivoire émet davantage de titres que le Bénin, exerçant ainsi une pression à la hausse sur ses taux de

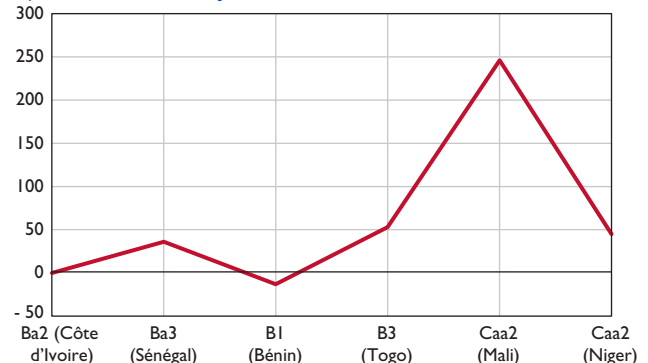
rendement. Par ailleurs, les graphiques semblent indiquer que le Niger emprunte à des conditions plus avantageuses que le Mali pour une note identique (dans le cas de la notation Moody's). Cela peut s'expliquer par le fait qu'ils ne prennent en compte que les dernières émissions de titres observées en 2023. Or, dans le cas du Niger, la dernière émission date de juillet 2023, à une époque où la note Moody's du Niger (B3) était meilleure que celle du Mali (Caa2). Le Niger a vu sa note baisser à Caa2 en août 2023, à la suite du coup d'État de juillet. Cependant, aucune nouvelle émission n'a eu lieu depuis. Ainsi les *spreads* et les taux de rendement représentés ci-dessus ne prennent pas en compte la dégradation de la note.

G5 Lien entre notation et *spreads* à fin décembre 2023 (en points de base)

a) Notation Bloomfield



b) Notation Moody's



Sources : UMOA-Titres et calculs des auteurs.

⁹ BCEAO (2024), *Rapport sur la politique monétaire dans l'UEMOA*, juin.

¹⁰ FMI (2025), « *West African Economic and Monetary Union: Staff report on common policies for member countries* », *Country Reports*, n° 110, mai.

Le risque de liquidité
Le risque de liquidité peut également influencer les *spreads*. Il reflète la facilité de revente d'un actif sur le marché secondaire sans décote significative. Il existe plusieurs façons d'estimer la liquidité d'un actif : i) la différence entre le prix d'achat et le prix de vente (*bid price*, *ask price*) ; et ii) le volume de transactions et la profondeur du marché.

Il ressort du tableau 3 une relation positive entre le nombre de transactions et l'encours de la dette de marché (coefficient de corrélation de 0,9). De même, les pays avec les meilleures notes enregistrent le plus grand nombre de transactions ainsi que les meilleurs ratios d'échange, même s'ils demeurent très faibles. La seule exception dans ce tableau semble être le Niger, qui a un ratio d'échange supérieur au Bénin malgré une moins bonne note. Ce phénomène peut s'expliquer par le fait que les investisseurs sont massivement intervenus sur le marché secondaire après le coup d'État de juillet 2023 (75 % des volumes échangés ont eu lieu après cette date). La relation entre notation et ratio d'échange se vérifie néanmoins en 2022 pour le Niger, qui avait enregistré un ratio de 7,5 %, contre 27,6 % pour le Bénin.

Le marché secondaire en UEMOA reste relativement peu dynamique et apparaît peu liquide sur l'ensemble des maturités. Cela peut s'expliquer par le fait que la majorité des banques détiennent les titres jusqu'à maturité. Selon le FMI ¹¹, le nombre moyen de transactions par jour s'est limité à 3,4 entre 2019 et 2022. Sur les 132 banques, seules 32 ont été actives sur le marché secondaire.

Ainsi, le niveau de liquidité sur le marché secondaire, très faible dans la plupart des pays, ne semble avoir qu'une faible influence sur les *spreads*.

Programmes du FMI
L'impact des programmes du FMI sur les *spreads* est mitigé. Ils peuvent contribuer à rassurer les investisseurs (Mody et Saravia, 2006) puisque le Fonds n'accorde de financements qu'aux pays considérés comme solvables. De plus, un programme est accompagné d'un ensemble de réformes, souvent destinées à assainir les finances publiques, à renforcer la gouvernance, etc. Cependant, une intervention du FMI peut également être perçue comme un signe négatif en indiquant qu'un pays se trouve en difficulté (Bird, 2007). Par ailleurs, l'impact d'un programme diverge en fonction des réformes qu'il implique et du degré d'engagement du pays.

En 2023, les programmes du FMI en UEMOA n'ont pas entraîné une baisse des *spreads*. L'ensemble des pays de l'UEMOA a bénéficié de 1 247,5 milliards XOF de la part du FMI (contre 486,5 milliards en 2022). Seuls le Mali et le Togo n'ont fait l'objet d'aucun décaissement au cours de cette année. Les *spreads* moyens (sur les OAT à trois ans) des pays ayant bénéficié d'une assistance financière du FMI s'élevaient à 67,3 pdb à fin 2023, contre 16,5 pdb à fin décembre 2022.

¹¹ FMI (2022), « West African Economic and Monetary Union: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Analysis of Systemic Liquidity », Country Reports, n° 280, août.

T3 Échanges de titres publics sur le marché secondaire de l'UEMOA en 2023, selon le pays émetteur

	Nombre de transactions	Encours de la dette de marché (en milliards XOF)	Valeur nominale échangée (en milliards XOF)	Ratio d'échange (valeur nominale échangée / encours, en %)
Bénin	124	1 296	132	10,2
Burkina Faso	61	1 732	88	5,1
Côte d'Ivoire	315	3 741	847	22,6
Guinée-Bissau	13	321	19	6,0
Mali	43	1 881	75	4,0
Niger	38	960	101	10,6
Sénégal	308	2 795	512	18,3
Togo	195	1 846	260	14,1

Source : UMOA-Titres.

Les facteurs structurels

Le rôle d'UMOA-Titres et la stratégie adoptée par les États

L'activité de l'institution régionale de gestion et de promotion de titres publics de l'UEMOA n'est pas sans conséquence sur le niveau des rendements observés.

Sur la base des besoins de financement des États, UMOA-Titres élabore un calendrier annuel des émissions avec une révision et une publication trimestrielle. L'agence veille à ce que les États n'émettent pas tous en même temps et à ce que leurs émissions n'aient pas les mêmes caractéristiques afin de favoriser le succès des opérations. Enfin, elle conseille les États sur les montants à émettre et les taux de coupon, en tenant compte du contexte du marché. Les États peuvent donc être amenés à mobiliser moins que le montant initialement demandé ou soumis afin d'éviter d'afficher des niveaux de taux trop élevés.

Le cadre prudentiel, la politique monétaire et la structure du marché financier

Les banques étant les principaux investisseurs sur le MTP de l'UEMOA, la politique monétaire, le cadre prudentiel et la structure du marché financier peuvent influencer les *spreads*. Ils semblent avoir favorisé jusqu'à fin 2022 une forte demande de la part des banques pour l'ensemble des titres, créant ainsi une pression à la baisse sur les taux et les *spreads*.

Les banques sont incitées à investir dans les titres souverains en raison de leur faible coût en capital, en lien avec les règles prudentielles. La pondération des risques des titres publics libellés en monnaie locale est de 0 % pour le calcul des exigences en fonds propres¹² et n'incite donc pas à discriminer le risque de crédit en fonction du pays émetteur. Cependant des règles internes aux banques peuvent limiter leur exposition aux titres souverains.

Le cadre de politique monétaire favorise également une forte demande en titres publics et peut influencer les *spreads*. Les titres publics constituent les principaux collatéraux utilisés pour leurs opérations de refinancement auprès de la banque centrale. À fin 2022, 93,55 % des garanties de refinancement sont des titres publics. Or, la BCEAO applique une décote (*haircut*) identique de 10 % pour les titres souverains lors de ses opérations de refinancement¹³. En ne discriminant pas les titres souverains en fonction du pays émetteur, la BCEAO peut contribuer à abaisser les *spreads*.

Le niveau élevé de liquidité des banques, les difficultés qu'elles rencontrent pour investir en dehors de l'UEMOA et leur préférence pour les titres d'État au détriment du financement du secteur privé favorisent également la demande de titres publics et exercent ainsi une pression à la baisse sur les taux et les primes de risque (Mbengue et Paget-Blanc, 2017).

Fin 2022, les réserves bancaires dans les livres de la BCEAO représentaient le double des obligations réglementaires (1 766,1 milliards XOF d'excédent au 15 décembre 2022), en lien avec des niveaux de liquidité bancaire particulièrement élevés. L'encours de refinancement des banques auprès de la BCEAO s'est établi à 9384,4 milliards XOF fin 2022, contre 6310,2 milliards XOF fin 2021. Cette hausse a été encouragée par la mise en place en 2020 d'un mode d'adjudication à taux fixe, servant au taux minimum de soumission la totalité des besoins de liquidité des banques (*fixed rate full allotment*, FRFA), dans un contexte de taux encore bas (2,75 % en décembre 2022). Ces liquidités sont en partie réinvesties par les banques dans des titres publics. En effet, les difficultés pour les banques à investir à l'étranger en raison du contrôle de change et de la faible présence d'options d'investissement au niveau local accroissent l'attrait des titres publics. Les banques favorisent notamment l'acquisition d'obligations souveraines, considérées comme plus sûres par rapport aux prêts accordés au secteur privé (Dolumbia, 2011). Par ailleurs, selon le rapport du FMI sur l'UEMOA (2015), l'écart positif entre le rendement des obligations souveraines en UEMOA et les taux directeurs peut expliquer l'important volume de refinancement des banques auprès de la BCEAO et la détention de titres publics par les banques qui tirent des bénéfices de ces écarts de taux.

À partir de 2023, un plus faible appétit des banques pour les titres publics et les incertitudes pesant sur certains États ont conduit à des *spreads* plus élevés.

Alors qu'en 2022 les *spreads* entre les rendements des obligations à trois ans ne dépassent pas les 84 pdb

12 « Les expositions sur les États de l'UMOA et leurs démembrements ainsi que celles sur la BCEAO sont pondérées à 0 % lorsqu'elles sont libellées et financées en FCFA. » BCEAO (2016), Dispositif prudentiel applicable aux établissements de crédit et aux compagnies financières de l'Union monétaire ouest-africaine, paragraphe 117, p. 44.

13 FMI (2022), « West African Economic and Monetary Union: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Analysis of Systemic Liquidity », art. cit.

(*spreads* entre la Guinée-Bissau et la Côte d'Ivoire), ils montent jusqu'à 260 pdb en novembre 2023 (*spreads* entre la Côte d'Ivoire et le Mali). Cette tendance se poursuit en 2024 et tient à plusieurs facteurs.

- **La hausse des taux directeurs à partir de fin 2022 associée à l'abandon en février 2023 du FRFA s'est traduite par un accès plus coûteux et plus limité aux liquidités pour les banques.** Cela a réduit l'attractivité des titres publics et plus particulièrement des titres longs (OAT) par rapport aux plus courts (BAT). Ces derniers sont en effet moins exposés à des hausses de taux de la BCEAO dans les années à venir et, étant de maturité plus courte, engagent moins la liquidité des banques.
- **À la suite de la pandémie de Covid-19 et de la guerre en Ukraine, les États ont eu un recours accru au MTP, conduisant les banques à augmenter leur exposition au risque souverain, au point d'atteindre leurs limites internes**¹⁴. Dans un contexte de hausse du nexus bancaire souverain et des risques qui y sont associés¹⁵, d'une dégradation des conditions de financement des banques et des indicateurs de liquidité¹⁶, certaines banques ont pu revoir à la baisse leurs limites internes sur le risque souverain, pénalisant notamment les États présentant d'importants enjeux macroéconomiques, sécuritaires et politiques. En effet, la Guinée-Bissau, dont le risque de surendettement est élevé, ainsi que le Mali, le Niger et le Burkina Faso, trois pays touchés par le terrorisme ayant connu des coups d'État et annoncé leur sortie de la CEDEAO, ont vu leurs *spreads* fortement augmenter au cours de l'année 2023 (cf. graphique 2 *supra*).

Selon le FMI¹⁷, la hausse des *spreads* peut aussi être imputable à une préférence accrue des investisseurs pour les titres émis par leur pays de résidence, pénalisant des États comme ceux de l'AES et de la Guinée-Bissau, où le système bancaire est de plus petite taille.

*
**

L'étude suggère que les indicateurs macroéconomiques, la qualité de la gouvernance et la stabilité politique influencent les *spreads* des titres d'État de l'UEMOA. Leur influence peut être contrebalancée par d'autres facteurs structurels, propres à l'UEMOA où les banques sont les principaux investisseurs. Le cadre réglementaire régional, un niveau élevé de liquidité des banques et le manque d'opportunités

d'investissement au sein et en dehors de l'Union ont favorisé une forte demande pour l'ensemble des obligations souveraines, exerçant une pression à la baisse sur les taux et les *spreads*. Cette dernière est notamment marquée en 2022.

L'année 2023 marque un tournant, avec une forte hausse des *spreads* jusqu'en 2024. Cette évolution intervient dans un contexte de resserrement de la politique monétaire (accès plus limité et plus coûteux aux liquidités) et d'une hausse de l'exposition du secteur bancaire au risque souverain entraînant certaines banques à atteindre leurs limites internes. Contraintes dans leur capacité à acquérir de nouveaux titres, ces dernières semblent avoir été plus sélectives dans leurs opérations d'achat, pénalisant les pays faisant face à d'importants enjeux sécuritaires et sociopolitiques (pays de l'AES) ou présentant des vulnérabilités au niveau de la dette et de la gouvernance (Guinée-Bissau). Une préférence accrue des banques pour les titres émis par leur pays de résidence a également pu pénaliser les pays avec un faible système bancaire, favorisant la hausse des *spreads*.

Afin de s'assurer du poids de ces constats, l'étude gagnerait à étendre la période analysée.

14 « While sovereign assets were quite lucrative in the pandemic period of low refinancing costs, banks' sovereign security portfolio became increasingly burdensome in the context of rising refinancing costs and lower deposit growth, on the back of a deteriorating structural liquidity position. This impacted the banking sector's willingness to continue increase or even maintain its sovereign exposure, which – for some banks – was already approaching internal limits. » FMI (2024), « West African Economic and Monetary Union: Selected Issues », Country Reports, n° 91, avril.

15 Cf. chapitre 3 du présent rapport ainsi que l'article de Guy Albert Kenkouo (2024), « Les émissions sur les marchés domestiques de dette souveraine auraient-elles aggravé l'éviction du crédit au secteur privé dans les unions monétaires d'Afrique centrale et de l'Ouest? », Coopérations monétaires Afrique-France 2023, Banque de France.

16 Le rapport de liquidité prudentiel des banques est passé de 107,3 à 104,2 % entre 2022 et 2023.

17 FMI (2025), « WAEMU: Staff report on common policies for member countries », art. cit.

BIBLIOGRAPHIE

BCEAO, Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (2024)

« Rapport sur la politique monétaire dans l'UMOA », juin.

Bernoth (K.), von Hagen (J.) et Schuknecht (L.) (2012)

« Sovereign risk premiums in the European government bond market », *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, n° 5, septembre.

Bird (G.) (2007)

« The IMF: a bird's eye view of its role and operations », *Journal of Economic Surveys*, vol. 21, n° 4, septembre.

Doumbia (S.) (2011)

« Surliquidité bancaire et "sous-financement de l'économie", une analyse du paradoxe de l'UEMOA », *Revue Tiers Monde*, n° 205, p. 151-170.

FMI, Fonds monétaire international (2022)

« West African Economic and Monetary Union: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Analysis of Systemic Liquidity », *Country Reports*, n° 280, août.

FMI (2024)

« West African Economic and Monetary Union: Selected Issues », *Country Reports*, n° 91, avril.

FMI (2025)

« West African Economic and Monetary Union: Staff report on common policies for member countries », *Country Reports*, n° 110, mai.

Jaramillo (L.) (2011)

« Sovereign credit ratings and spreads in emerging markets: does investment grade matter? », *IMF Working Papers*, n° 44, FMI, mars.

Kenkouo (G. A.) (2024)

« Les émissions sur les marchés domestiques de dette souveraine auraient-elles aggravé l'éviction du crédit au secteur privé dans les unions monétaires d'Afrique centrale et de l'Ouest ? », *Coopérations monétaires Afrique-France 2023*, Banque de France.

Marteau (D.) (2021)

Les marchés de capitaux [2012], Paris, Éco Sup, Dunod, 272 p.

Mbengue (M. L.) et Paget-Blanc (E.) (2017)

« The fixed income securities market in the West African Economic and Monetary zone: are credit spread abnormally low? », *Research in International Business and Finance*, vol. 41, octobre, p. 235-238.

Mody (A.) et Saravia (D.) (2006)

« Catalysing private capital flows: Do IMF programmes work as commitment devices? », *The Economic Journal*, vol. 116, n° 513, juillet, p. 843-867.

Olabisi (M.) et Stein (H.) (2015)

« Sovereign bond issues: do African countries pay more to borrow? », *Journal of African Trade*, vol. 2, n° 1-2, décembre, p. 87-109.

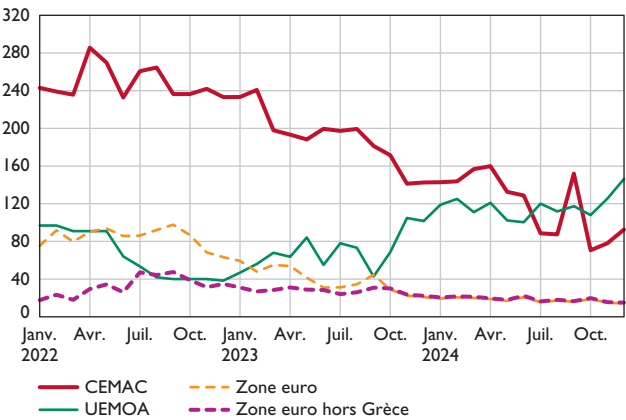
Presbitero (A. F.), Ghura (D.), Adedeji (O. S.) et Njie (L.) (2016)

« Sovereign bonds in developing countries: Drivers of issuance and spreads », *Review of Development Finance*, vol. 6, n° 1, juin.

ANNEXE

GA1 Évolution des écarts-types des *spreads* en UEMOA, CEMAC et zone euro

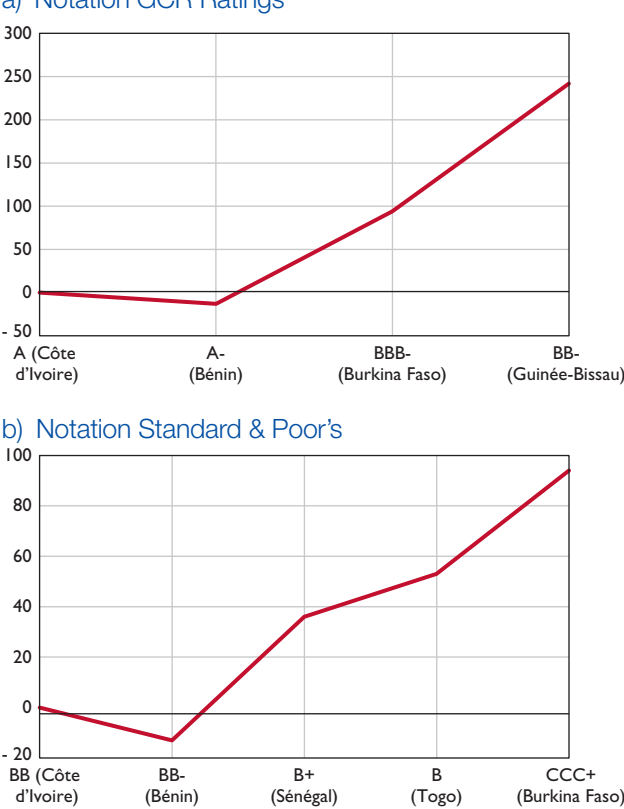
(en points de base)



Sources : UMOA-Titres et calculs des auteurs.

GA2 Lien entre notation et *spreads* à fin décembre 2023

(en points de base)



Sources : UMOA-Titres et Standard & Poor's.