

REPUBLIQUE DE COTE D'IVOIRE  
Union-Discipline-Travail



-----  
MINISTERE DE L'ECONOMIE ET DES FINANCES

-----  
DIRECTION GENERALE DU TRESOR ET DE LA COMPTABILITE PUBLIQUE



-----  
DIRECTION DE LA DETTE PUBLIQUE ET DES DONNS

**RAPPORT DE L'ETUDE DE FAISABILITE DE L'EMISSION D'UNE  
OBLIGATION INTERNATIONALE EN MONNAIE LOCALE**

Abidjan, 2018

# TABLE DES MATIERES

## INTRODUCTION

I.	CONSIDERATIONS THEORIQUES SUR LES EMISSIONS INTERNATIONALES EN MONNAIE LOCALE .....	2
II.	ETAPES POUR LA REALISATION D'UNE EMISSION INTERNATIONALE EN MONNAIE LOCALE .....	3
III.	RECOMMANDATIONS POUR L'EMISSION D'UNE OBLIGATION INTERNATIONALE EN MONNAIE LOCALE .....	6
	CONCLUSION .....	7

## INTRODCUCTION

Les différents Etats en général et particulièrement ceux des pays en développement ont de plus en plus recours aux marchés financiers pour financer leur budget et réaliser des projets de développement.

Le constat est que les pays contraints d'emprunter en devises s'exposent au risque d'asymétrie de monnaies<sup>1</sup> et sont plus vulnérables en cas de chocs externes.

Dans le souci de contrôler le risque de change sur la dette publique, l'émission des obligations internationales en monnaie locale pourrait être une solution.

La question centrale de cette étude est la suivante : Dans quelles conditions une émission d'obligations internationales en francs CFA serait réalisable par la Côte d'Ivoire ?

Après une brève présentation des concepts et théories, l'étude examine le cas de certains pays qui ont recouru à ce type d'émissions. Puis, elle s'achève par des recommandations et un plan d'actions en vue de l'émission d'un instrument obligataire en monnaie locale par la République de Côte d'Ivoire.

### **I. CONSIDERATIONS THEORIQUES SUR LES EMISSIONS INTERNATIONALES EN MONNAIE LOCALE**

Le marché international des titres de dette rassemble des emprunteurs et des prêteurs présentant, à l'égard du risque, des profils et des goûts différents. Le principal constat est que le volume des émissions dans une monnaie est important lorsque celle-ci est forte par rapport à sa moyenne historique et que les taux longs dans cette monnaie sont élevés comparativement à ceux des autres grandes devises<sup>2</sup>.

D'un point de vue théorique, une monnaie faible risque de se déprécier alors qu'une monnaie forte a plus de chances de continuer à s'apprécier. Les investisseurs, averse aux

---

<sup>1</sup> L'asymétrie des monnaies se produit lorsque les passifs de l'emprunteur sont libellés en monnaie étrangère et ses actifs en monnaie nationale. En cas de dévaluation, ces emprunteurs auront de la difficulté à rembourser leurs créanciers. Bon nombre des pays touchés par la crise appliquaient une sorte de taux de change fixe, qui incitait souvent tant les emprunteurs que les prêteurs à faire abstraction du risque de change bien réel.

<sup>2</sup> Cohen, B. (2005) : « Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission », Rapport trimestriel BRI, juin, pp. 53-66.

risques, opteront alors pour des monnaies fortes, même si les rendements escomptés en valeur absolue ne sont pas supérieurs à ceux des monnaies faibles<sup>3</sup>.

L'analyse historique sur les émissions de titres de dette et les cours de change laisse penser que la part des volumes émis dans une monnaie correspond souvent à la solidité<sup>4</sup> de cette monnaie.

De plus, le choix de la monnaie est influencé par la gestion du risque pratiquée par les émetteurs. Ainsi, Solnik (1974) propose le besoin de couverture totale, en se couvrant intégralement contre le risque de change.

Par conséquent, la théorie économique admet qu'une monnaie en hausse est davantage utilisée comme support des émissions obligataires internationales<sup>5</sup>.

De ce fait, sur la base des considérations théoriques, quelles sont les étapes pour la réussite d'une émission internationale en monnaie locale ?

## **II. ETAPES POUR LA REALISATION D'UNE EMISSION INTERNATIONALE EN MONNAIE LOCALE**

Dans le cadre de la stratégie de gestion de la dette à moyen terme de la Côte d'Ivoire, le gouvernement ivoirien a décidé de l'émission d'un instrument en Franc CFA à destination d'investisseurs internationaux. Cette opération vise à contenir le risque de change pesant sur le stock de la dette publique et à mobiliser des financements à moindre coût pour le budget.

Ainsi, une émission en Franc CFA à l'international requiert un travail préparatoire conséquent.

### ***1- Etapes préliminaires (dispositions internes)***

Une cotation à la BRVM est une nécessité pour garantir la qualité de benchmark de l'instrument et prévenir le risque de requalification de l'instrument en dette externe selon les règles comptables du FMI.

---

<sup>3</sup> Peiris, S.J., 2010. Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets (IMF Working Paper No. 10/88). International Monetary Fund.

<sup>4</sup> Deux facteurs peuvent expliquer la solidité d'une monnaie :

- L'économie du pays est plutôt en forme en comparaison internationale, et qui peut traverser différentes crises sans trop de dommage ;
- Son faible niveau d'endettement par rapport aux pays voisins.

<sup>5</sup> Pour investir dans les actifs d'un pays, il faut être convaincu que ses politiques protégeront la monnaie contre l'érosion, et notamment qu'il est déterminé à assurer un taux d'inflation faible et un endettement public viable;

En effet, une cotation à la BRVM permettrait d'assurer la qualité de benchmark de l'instrument, notamment dans l'optique d'attirer des investisseurs internationaux sur le marché UMOA.

De plus, la définition de dette externe par le FMI s'applique à toute dette émise par un résident et détenue par des non-résidents, sans prendre directement en compte la devise de l'instrument. En cela, une détention partielle de l'instrument par des résidents sera nécessaire pour prévenir une requalification en dette externe qui impacterait les ratios d'endettement de l'analyse de viabilité de la dette externe du FMI. Certains précédents d'émissions en Franc CFA souscrites par des non-résidents pourront être mis en avant si nécessaire pour garantir la qualification domestique de l'instrument (émissions en Franc CFA à l'international de la BOAD).

## ***2- Choix des intermédiaires***

Le cadre d'évaluation et de sélection des banques pourra se concentrer sur les points suivants :

- (1) leur compréhension des dynamiques de financement régionales ;
- (2) du régime de change ;
- (3) du système de garantie de convertibilité du Trésor ;
- (4) de la structure optimale d'un instrument en Franc CFA à l'international ;
- (5) de la stratégie optimale d'approche des investisseurs ;
- (6) de la pertinence des indications de taux fournies.

Un processus de sélection compétitif de l'agent de change devra également être organisé pour minimiser les frais de transaction pour la Côte d'Ivoire.

## ***3- Communication***

La documentation de l'instrument devrait être standardisée facilitant les émissions futures de la Côte d'Ivoire en Franc CFA et l'émergence d'une nouvelle classe d'actif pour les investisseurs. La mise en place d'une documentation standardisée et spécifique pour des émissions en Franc CFA à l'international devrait être considérée, sur le modèle des documentations de programmes EMTN (Euro Medium Term Notes).

Par ailleurs, les exigences des investisseurs en termes de divulgation d'information seront plus importantes que dans le cas des derniers Eurobonds. Afin de faciliter l'analyse par les investisseurs du risque de change EUR-XOF, la documentation devra comprendre les informations les plus récentes sur le niveau des réserves de change et le bilan de la BCEAO.

Par ailleurs, la responsabilité de fixation du taux de change pour la conversion XOF-EUR devra être clairement définie. Une fixation de remplacement devra également être considérée pour s'assurer de la crédibilité des modalités de conversion pour les investisseurs.

#### ***4- Pricing***

Compte tenu de la parité fixe EUR/FCFA, les investisseurs vont définir la valeur d'un pricing d'un eurobond en FCFA sur la base du pricing d'un Eurobond en EUR de la Côte d'Ivoire.

Sur la base de nos calculs, le pricing en FCFA en appliquant une prime contre le risque de dévaluation EUR/FCFA serait aux alentours de :

<b>FCFA pricing</b>	<b>4.8% environ</b>	<b>5.5% environ</b>	<b>6.1% environ</b>
<b>Maturité</b>	5 années	7 années	10 années

#### ***5- Dénouement***

Un agent de change sera nommé au moment de la préparation de l'emprunt et aura pour responsabilité de convertir tous les versements FCFA/US\$. Le versement du principal en US\$ par les investisseurs internationaux se fera à travers un agent de change. L'agent de change aura pour rôle de convertir le principal US\$ en FCFA et effectuera le versement du principal en FCFA au gouvernement de la République de Côte d'Ivoire. Tout risque de change FCFA/US\$ sera supporté par les investisseurs et non par le gouvernement dont le montant du principal et des coupons en FCFA à payer restera fixe jusqu'à maturité.

#### ***6- Paiement des échéances***

Le gouvernement de la Côte d'Ivoire recevra les fonds en FCFA, paiera les coupons en FCFA et à maturité remboursera le principal en FCFA. Tous les six (06), le gouvernement de la République de Côte d'Ivoire versera le paiement des coupons en FCFA à un agent de change, qui à son tour convertira les coupons en FCFA en US\$. Ensuite, il procédera aux versements des coupons en US\$ aux investisseurs internationaux. A maturité, le même processus sera appliqué pour le remboursement du principal aux investisseurs.

### III. RECOMMANDATIONS POUR L'EMISSION D'UNE OBLIGATION INTERNATIONALE EN MONNAIE LOCALE

Au regard de nos analyses, l'Etat de Côte d'Ivoire dispose des potentialités pour émettre des obligations internationales en monnaie locale. Pour preuve, les dernières opérations Eurobonds de la Côte d'Ivoire ont permis de mettre en évidence ce potentiel. Cependant, la réussite d'une telle opération recommande la poursuite de certaines politiques économiques.

Ainsi, pour bénéficier de la participation des investisseurs étrangers, le gouvernement de la Côte d'Ivoire doit prendre des:

#### ❖ Mesures à court terme

- ✚ Organiser des campagnes de promotion de l'opération de l'émission d'une obligation internationale en monnaie locale auprès des investisseurs internationaux en Europe, aux USA, etc. ;
- ✚ Rédiger une documentation spécifique pour les émissions en Franc CFA à l'international ;
- ✚ Sélectionner un agent de change afin de minimiser les frais de transaction pour la Côte d'Ivoire ;
- ✚ Définir un taux de change pour la conversion CFA-EUR afin d'assurer la crédibilité des modalités de conversion pour les investisseurs ;
- ✚ Améliorer et axer la communication de l'opération sur la stabilité et le fonctionnement de l'arrimage de EUR/CFA ;
- ✚ Produire une documentation adaptée sur la solidité de ce type d'arrimage pour les investisseurs internationaux.

#### ❖ Mesures à moyen et long terme

- ✚ Continuer à améliorer les fondamentaux macroéconomiques du pays ;
- ✚ Adopter des politiques budgétaires prudentes et encourager l'épargne nationale ;
- ✚ S'efforcer de gérer prudemment la dette publique ;
- ✚ Créer des réserves budgétaires liquides pour faire face aux incertitudes ;

## CONCLUSION

Les émissions internationales en monnaie locale présentent de grands avantages pour les emprunteurs et les investisseurs. Elles servent les intérêts des États en améliorant la composition par monnaie de leur dette extérieure et en atténuant leur risque de change, réduisant ainsi la vulnérabilité imputable à l'asymétrie de monnaies.

Elles permettent en outre aux investisseurs d'élargir leur portefeuille et de bénéficier de rendements potentiels plus élevés, sans les coûts inhérents à l'achat de titres en monnaie locale sur les marchés nationaux.

Pour la Côte d'Ivoire, une émission d'obligations internationales en monnaie locale permettra d'améliorer la composition du portefeuille de la dette publique ivoirienne. Cependant, il importe pour le gouvernement de réunir les conditions nécessaires à la réussite d'une telle opération.