



CENTRE AFRICAIN D'ETUDES SUPERIEURES EN GESTION

PROGRAMME MASTER EN BANQUE ET FINANCE

Année académique 2009 -2010

09^{ème} Promotion

MEMOIRE DE FIN D'ETUDE

Thème :

**PROBLEMATIQUE DU DEVELOPPEMENT DU
MARCHÉ SECONDAIRE DES OBLIGATIONS
DANS L'UEMOA**

Présenté par :

KOUASSI N'Dri

N'Guessan Abel

9^{ème} promotion MBF

Directeur de Mémoire:

Jean KERTUDO

Consultant Formateur

Abidjan, Décembre 2011

Remerciements

L'élaboration de ce travail n'aurait pu se faire sans l'aide et la collaboration de certaines personnes, qu'il nous plait de citer ici en vue de leurs signifier toute notre reconnaissance pour leurs actions. Ainsi mes remerciements vont à l'endroit de :

- Mr Jean KERTUDO qui a accepté de diriger ce mémoire
 - Mr Aboudou OUATTARA, qui par ces conseils et souvent des interventions directs sur ce documents, a participé à son aspect et sa qualité.
 - Des Membres de la famille MENDY, en particulier à Mr JUSTIN MENDY ET Mme, et Mr STEPHAN MENDY et MME
 - Des Masteriens de la Promotion 2009-2010
- Et enfin aux membres de ma Famille, à savoir mon Père Mr KOUASSI N'GUESSAN, ma Mère Mme KOFFI AKISSI et à mes Frères et Sœurs

*N'GUESSAN AMOIN COLLETTE

*N'GUESSAN AFFOUE HENRIETTE

*KOUAKOU EUSEBE N'GUESSAN

*N'GUESSAN KOFFI NESTOR

*N'GUESSAN GHISLAIN

*N'GUESSAN ADJOUA MARINETTE

*N'GUESSAN MARIE DOMINIQUE ARMELLE

Pour tous leur amour, soutien, et leurs prières à Dieu à mon sujet.

Sigles et abbréviations

ANB : Antenne Nationale de Bourse

BAM : Banque AL-Maghreb

BRVM : Bourse Régionale des Valeurs Mobilières

CESAG : Centre Africain d'Etudes Supérieur en GESTION

CDVM : Conseil Déontologiques des Valeurs Mobilières

CREMPF : Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers

DAHIR : Décret royal au Maroc

DAT : Dépôt à Terme

DC/BR : Dépositaire Centrale / Banque de Règlement

FCP : Fond Commun de Placement

IVT : Investisseur en Valeurs du Trésor

MBF : Master en Banque et Finance

OCDE : Organisation pour la Coopération et de Développement Economique

OPCVM : Organisme de Placements Commun en Valeurs Mobilières

OTC : Other The Counter ou gré à gré en français

SBVC : Société de BOURSES des Valeurs de Casablanca

SGI : Société de Gestion et d'Intermédiation

SGP : Société de Gestion de Patrimoine

SICAV : Société d'Investissement à Capitaux Variable

UEMOA : Union Economique et Monétaire Ouest Africaine

Liste des tableaux et graphiques

Tableaux

Tableau 1 : Statistiques du marché secondaire des obligations de l'UEMOA 2000 - 2010....	31
Tableau 2 : Statistiques du marché secondaire des obligations du Maroc (En Dirhams).....	38
Tableau 3 : Echanges annuels sur le marché obligataire du Maroc (En Dirhams)	39
Tableau 4 : Marge moyenne sur taux d'intérêt et écart sur taux d'intérêt en Afrique	41

Graphiques

Evolution des volumes de transactions sur le marché secondaire des obligations de la BRVM	37
Evolution du Turnover Rate sur le marché secondaire des obligations de la BRVM-----	34
Evolution des volumes de transactions sur le marché secondaire des obligations au Maroc---	32

SOMMAIRE

REMERCIEMENTS.....	ii
SIGLES ET ABBREVIATIONS.....	iii
LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES	iv
SOMMAIRE.....	v
INTRODUCTION	6
1 ^{ère} PARTIE : LE MARCHÉ OBLIGATAIRE, CONCEPTS ET OUTILS D'ANALYSE.....	9
Chapitre I : Concepts de base du marché obligataire.....	10
I. Fonction économique du marché obligataire.....	10
II. Organisation du marché obligataire	15
III. Fonctionnement du marché obligataire.....	15
Chapitre II : Outils d'analyse du marché obligataire et méthodologie	18
I. Caractéristiques des titres échangés.....	18
II. Outils d'analyse de la liquidité et de la performance	20
III. Attractivité du marché.....	22
IV. Méthodologie de l'étude	23
2 ^{ème} PARTIE : BILAN DU DEVELOPPEMENT DU MARCHÉ SECONDAIRE DES OBLIGATIONS ET PERSPECTIVES.....	25
Chapitre III : Analyse comparative des marchés secondaires des obligations dans le monde	26
I. Présentation du marché secondaire des obligations de l'UEMOA.....	26
II. Présentation du marché secondaire des obligations du Maroc.....	33
III. Analyse comparée des différents marchés	39
Chapitre IV : Bilan et perspectives du marché secondaire des obligations de la zone UEMOA.....	41
I. Impact du marché obligataire sur l'offre de financement et de support de placement de la zone UEMOA	41
II. Contraintes aux développements du marché secondaire des obligations.....	41
III. Recommandations.....	42
CONCLUSION.....	44
BIBLIOGRAPHIE.....	46
TABLE DES MATIERES	49

Introduction

Le monde dans lequel nous vivons est marqué par l'émergence de nouveaux phénomènes tels que la mondialisation, dont les effets sont ressentis dans toutes les sphères économiques en générale. Elle contraint plus que jamais les nations à renoncer aux velléités autarciques. Elle pousse la concurrence aux portes des entreprises et des économies sans tenir compte de leurs avis, ni même de leurs situations géographiques, les contraignant ainsi, à l'action ou à la disparition.

Dans ce contexte, les acteurs économiques en général et les entreprises en particulier sont contraintes à la réaction en innovant pour s'ouvrir de nouveaux marchés ou pour distancer leurs concurrents. Ces innovations nécessitent d'immenses investissements demandant à leurs tours des moyens financiers colossaux dont la captation constitue aussi un enjeu de compétition entre les entreprises et les nations. Dès lors se pose le problème du financement des entreprises.

Et face à cette situation, deux choix en général sont offerts à l'entreprise à savoir le financement par fond propre ou par emprunt et un autre qui est la combinaison de ceux cités plus haut. Dans notre étude, nous nous intéresserons au financement par emprunt et plus précisément au marché sur lequel celui-ci est disponible. En effet, le marché obligataire offre une alternative à l'emprunt bancaire.

Le marché obligataire à l'instar des autres marchés comporte, deux compartiments :

- ❖ l'un dit primaire qui est celui où sont émises pour la première fois les obligations ;
- ❖ et l'autre dit secondaire où se font les transactions usuelles durant toute la durée de vie du titre.

C'est sur ce marché secondaire que vont se concentrer tous nos efforts car, il connaît des problèmes de développement dans la zone UEMOA.

La vocation première d'un marché obligataire est de fournir aux agents économiques, des ressources longues pour le financement de leur développement. C'est à ce titre que les autorités de l'UEMOA, pour palier les insuffisances du secteur bancaire en la matière, ont favorisé la création de ce marché dans leur zone, dès 1996.

Nous observons un relatif dynamisme sur le marché primaire qui a connu une évolution globalement croissante de ses opérations depuis son démarrage. Il convient de remarquer que sur le marché secondaire, la situation est un tout petit peu différente, pour preuve, malgré une hausse de la capitalisation boursière de 22,9% du marché des obligations,

soit 523,2 milliards FCFA à fin décembre 2009, le volume des transactions sur le marché secondaire lui était d'à peine 14,93 milliards représentant 2,85% de cette capitalisation.

Les capitaux mobilisés sur le marché financier de l'union ne représentent que 6% des crédits bancaires au secteur privé. Ce qui laisse croire que le marché secondaire des obligations est quasi-inexistant dans la zone UEMOA. Toute chose qui ne contribue pas à favoriser le développement du marché primaire quand on connaît la corrélation existante entre les activités des deux marchés. En effet, le niveau d'activité sur le marché secondaire est influencé par celui du marché primaire et vice versa. De plus, cet état de fait pourrait expliquer aussi la stagnation du niveau des taux d'intérêts dans la zone.

Cela dit, cette situation du marché secondaire des obligations emmène à se poser la question suivante : par quels mécanismes peut-on susciter le développement du marché secondaire des obligations de la zone UEMOA ?

Cette problématique est au cœur de notre recherche.

Par cette étude, sur le marché secondaire des obligations dans l'UEMOA, nous voulons porter une réflexion sur le niveau de développement de ce marché et les facteurs qui plombent sa croissance. Elle vise à contribuer au développement du marché financier régional de la zone UEMOA en général et en particulier le compartiment obligataire.

Plus spécifiquement, la présente étude nous permettra de :

- ✓ évaluer le niveau de dynamisme de ce marché en comparaison avec ses confrères notamment celui du Maroc et au travers de la présentation et l'analyse de l'évolution des indicateurs clé du marché ;
- ✓ mettre en relief l'impact de ce faible développement de ce marché sur le financement de l'économie dans la zone et les taux d'intérêts ;
- ✓ faire ressortir les causes structurelles du faible développement de ce marché à travers une comparaison du fonctionnement de celui-ci avec le marché du Maroc
- ✓ à l'aune des points précédents, donner des ébauches de solutions en vue de la dynamisation de ce marché.

Tels sont les objectifs visés par nos travaux.

La recherche envisagée présente un triple intérêt, d'abord pour la zone UEMOA, ensuite pour nous même et enfin pour le Centre Africain d'Etudes Supérieures en gestion (CESAG).

En ce qui concerne la zone UEMOA, notre étude ambitionne de contribuer à mieux comprendre les difficultés majeures du développement du marché financier en générale et particulièrement du marché obligataire. Les ébauches de solutions qui en découleront permettront aux autorités de la zone d'identifier les leviers de développement du marché de nature à favoriser le développement d'une sphère de financement de la création de richesse dans la zone UEMOA.

A titre personnel, cette étude est pour nous un prétexte pour compléter notre connaissance du marché obligataire en général et de celui de la zone UEMOA en particulier et des titres financiers qui sont l'objet des échanges sur ce compartiment de marché.

Pour le CESAG, en général, et le Master en Banque et Finance (MBF), cette réflexion est un cadre de promotion de la riche formation qu'il dispense à ses étudiants. En effet, la présente étude apparaît comme une vitrine à travers laquelle nous ambitionnons de mettre en application les connaissances capitalisées durant notre formation. Au terme de cette étude, nous mettrons à la disposition des futurs stagiaires et des usagers de la bibliothèque du CESAG un document de référence en matière d'analyse du fonctionnement du Marché Financier Régional.

Afin d'atteindre les objectifs de cette étude, nous adoptons une démarche méthodologique comparative. Nous commencerons par une analyse critique du mode de fonctionnement du marché secondaire dans l'UEMOA en comparaison avec d'autres places financières telles que le Maroc ... Cette analyse nous permettra d'aboutir à des recommandations. Cette approche sera précédée par une revue de littérature visant à préciser les concepts clés de l'étude et les outils d'analyse utilisés.

1^{ère} partie :

Le marché Obligataire, concepts et outils d'analyse

Chapitre I : Concepts de base du marché obligataire

Ce chapitre est consacré à la revue des concepts liés au marché obligataire et à sa présentation de son organisation ;

I. Fonction économique du marché obligataire

1. Définition du marché obligataire

Le marché obligataire ou « bond market » en anglais, est un marché des capitaux à moyen, long terme dont le support est constitué par les obligations, qui sont des titres de créances et qui représentent une unité d'une dette plus globale.

Le marché ici, est constitué de deux sous marchés qui sont :

- le marché primaire ou marché du neuf qui est le marché où les obligations sont émises pour la première fois.
- le marché secondaire ou marché de l'occasion où les épargnants revendent les obligations qu'ils détiennent ou en achètent lorsqu'ils veulent en acquérir.

2. Rôle du marché obligataire

2.1. Le marché obligataire, lieu de mobilisation de capitaux

La mobilisation de capitaux est une opération qui concerne principalement les agents économiques à besoin de capitaux tels que l'état et les entreprises. Et dans leur quête, ils trouvent sur le marché obligataire, une offre de capitaux par un circuit court de collecte de l'épargne, rémunérés en contre partie, mais satisfaisante à plusieurs égards.

Pour l'état par exemple, la mobilisation de capitaux par le biais du marché obligataire constitue une source de financement non inflationniste du déficit public.

Pour les entreprises, c'est une alternative au financement bancaire qui offre des conditions plus favorables à cause du fait que le risque est partagé sur le marché financier par un grand nombre d'investisseur. Et aussi par le fait que les émissions obligataires peuvent apporter l'opportunité à l'émetteur d'ajouter certaines caractéristiques spécifiques, qui ne pourraient pas figurer dans une dette bancaire. Par exemple, les obligations peuvent être convertibles en actions ordinaires ou avoir d'autres options attachées à elle.

2.2. Le marché obligataire, lieu de placement de l'épargne

L'épargne est la partie du revenu d'un agent économique non consacré à la consommation. Cela dit c'est aussi un pouvoir d'achat différé. De ce fait il y a lieu de le faire fructifier pour augmenter ce pouvoir d'achat futur sinon il demeurera oisif. C'est à ce titre que le placement de l'épargne sur le marché obligataire constitue une alternative au placement bancaire, qu'il rémunère mieux. De plus, ce marché en assurant l'épargne de redevenir liquide à tous moment, permet de la prémunir contre le risque d'immobilisation qui la rendrait hésitante à s'y engager. En effet, en permettant l'ajustement entre l'offre et la demande d'obligations, le marché obligataire offre à l'épargne la possibilité, en principe, d'être immédiatement mobilisable. C'est-à-dire que le détenteur d'une obligation coté a ipso facto la possibilité de la vendre à un autre investisseur, reconstituant ainsi son épargne. D'où, l'avantage du placement de l'épargne sur ce marché par rapport à d'autres types d'investissement comme celui en actifs réels par exemple.

3. Le Pricing

Le pricing c'est l'exercice qui consiste en la détermination ou évaluation du prix d'un actif financier. Dans le cas des obligations, l'achat d'un titre est un investissement qui donne droit chaque année, voire chaque trimestre à des intérêts et la dernière année au dernier coupon et au remboursement du nominal. Cet investissement fait l'objet d'une transaction sur le marché secondaire soit en continue soit à intervalle de temps régulier (chaque semaine par exemple).

3.1. Mécanisme

La valeur d'une obligation aujourd'hui est la somme actualisée des flux de revenus auxquels sa détention donne droit. La traduction mathématique donne l'expression suivante :

$$P = \frac{C_1}{1+r} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_T + V_r}{(1+r)^T}$$

Avec :

- T : échéance de l'obligation
- C_t : Montant du coupon à la t^{ème} année
- V_r : Valeur de remboursement à l'échéance
- r : taux de rendement exigé par l'investisseur pour acquérir le titre

Il faut cependant noter que cette expression du prix P d'une obligation, aujourd'hui n'est valable que si les flux interviennent au bout d'une année complète.

Dans le cas contraire, si la période séparant la date de calcul et les dates de paiements des coupons sont des fractions d'année, alors l'expression la mieux indiquée est celle là :

$$P = \frac{C_1}{(1+r)^s} + \frac{C_2}{(1+r)^{1+s}} + \dots + \frac{C_T + V_r}{(1+r)^{s+T-1}}$$

Avec :

s : Durée (en année) entre la date de Pricing et la date du prochain coupon à recevoir (exprimé en fraction d'année)

T : Echéance de l'obligation

C_t : Montant du coupon à la t^{ème} année

V_r : Valeur de remboursement à l'échéance

- r : Taux de rendement exigé par l'investisseur pour acquérir le titre

Exemple¹(*) :

Recherchons le prix de l'obligation X, dont les données sont les suivantes :

T : 6 ans

C : 525 chaque année

s : Nombre de jours jusqu'au prochain détachement de coupon 333/365 = 0.9139

V_r : 10000f

L'investisseur exige un taux de rendement de 6.2%.

Dans ce cas le prix de l'obligation est de :

$$P = \frac{525}{(1+0.062)^{0.9139}} + \frac{525}{(1+r)^{1+0.9139}} + \dots + \frac{525+10000}{(1+r)^{5.9139}}$$

Après calcul on trouve V= 9586,53 qui est la valeur de l'obligation aujourd'hui

3.2. Valorisation des benchmark

3.2.1. Définition du benchmark

¹ Extrait du cours de gestion des portefeuilles de M ABOUDOU OUATTARA, MBF 2010

Le benchmark est le produit d'une agrégation non géré d'actif financier et dans notre cas, d'obligation ; il s'agit le plus souvent d'indices. Il est généralement utilisé comme mesure de référence de la performance du segment de marché financier spécifique dans lequel l'on souhaite investir. Ainsi, le benchmark sur le marché obligataire est un portefeuille de référence qui représente les risques de la gestion, sur la période de référence sur laquelle il a été établi. Ils sont généralement conçus par des organismes spécialisés et font l'objet de transaction sur le marché.

3.2.2. Rôle du benchmark

Le benchmark sert à mesurer les performances. Aussi son choix se matérialise concrètement par la fixation d'objectifs idéaux à atteindre. C'est aussi un standard sans lequel l'on naviguerait à vue, sur le plan du risque en termes de gestion obligataire.

3.2.3. Pertinence du benchmarks

Un benchmark n'est pertinent que s'il est représentatif du risque, s'il est spécifié à l'avance et approprié à l'objet de la mesure. Dans le cas de la gestion obligataire par exemple, le gérant qui choisit un indice comme benchmark, doit veiller à ne pas s'écarter de celui-ci ou à la rigueur ne pas franchir un « tracking-error », qui est une mesure relative de la performance d'un fond par rapport à son benchmark. Elle mesure le risque de déviation du fond vis-à-vis de son benchmark. Et dans ce cas, plus le « tracking error » est faible, plus le fond ressemble à son benchmark sur le plan du risque et de la performance.

3.3. Primes de risques et signatures

3.3.1. la prime de risque

Le risque est perçu comme la probabilité qu'un évènement défavorable pour nous, se matérialise. C'est-à-dire, la probabilité que le hasard de la vie nous places en face de faits que nous n'apprécierons pas. Donc le risque est appréhendé presque toujours comme un ensemble d'éléments négatif. Cependant, en finance, le risque doit être perçu sous un aspect différent et plus général.

En effet selon Aswath Damodaran² : « le risque, tel qu'il est perçu, se réfère à la probabilité pour nous de recevoir un revenu qui est différent de celui que nous avons espéré. Donc, le risque inclut non seulement des mauvais résultats, c'est-à-dire des résultats

²²² *Asswath Damodaran dans son livre : « FINANCE D'ENTREPRISE 2^{ème} édition, PP.

inférieures aux résultats anticipés, mais aussi les bons résultats, c'est-à-dire des revenus supérieurs aux résultats anticipés.»

Cela dit, un investisseur rationnel, lorsqu' il voudra investir son épargne dans une obligation, tiendra absolument compte du risque qu'il court. Aussi demandera-t-il forcément d'être prémuni contre celui-ci. Et c'est dans cette optique que les émetteurs de l'obligation, tiendront compte de ce fait pour constituer le taux de rémunération.

La prime de risque car c'est d'elle qu'il s'agit, est l'une des composante du taux de rentabilité exigé d'un investissement, après le taux d'intérêt réel et le taux d'inflation prévu. Elle est la rémunération de l'incertitude de l'investisseur quant à la matérialisation du revenu qu'il a prévu et évolue avec celle-ci.

3.3.2. La signature

La signature est l'appréciation de la faculté de remboursement d'un emprunt, par l'emprunteur. De ce fait, la signature des emprunts d'état des pays développés est réputée plus sûre, donc de premier rang, que celle des pays sous développés qui est donc de second rang.

Cela dit, il faut préciser que la signature est une notion appréciée sur le marché par la notation financière ou « rating » en anglais. En effet, la signature d'un emprunteur ou plus précisément, celle de l'obligation qu'il émet, traduit le risque de défaillance de celui-ci. Aussi la mesure de ce risque, est largement faite par la notation. Et à travers le monde, cette notation est faite par des agences indépendantes, dont les plus connues sont : Moody's et Standard&Poor's. Ces entreprises évaluent tous les types d'émetteurs, aussi bien les états que les entreprises, et leur opinion a une grande valeur sur les marchés financiers, notamment sur celui des obligations. Elles effectuent leur activité, sous demande des émetteurs, en rassemblant les informations sur ceux-ci à partir de sources publiques, comme les états financiers, et internes à l'émetteur. Toute ces informations font l'objet d'analyse par les experts de ces agences et sont synthétiser dans une note qu'elles délivrent à l'émetteur. Une note AAA de Standard&Poor's et Aaa de Moody's représente la notation la plus élevée accordée à un émetteur, elle traduit aussi un risque de défaillance bas et une très bonne signature. Cependant, il faut remarquer que la note se dégrade avec l'augmentation du risque de défaillance. De plus, le taux d'intérêt d'une obligation est aussi fonction de son risque de défaillance donc de sa note, car les obligations ayant les plus bonnes notes sont celles qui ont les plus petits taux d'intérêt par rapport à celles les plus risquées. Cet écart entre ces taux

s'explique par la prime de risque, qui sera alors fonction du risque de défaillance donc de la note.

II. Organisation du marché obligataire

A l'instar des autres marchés financiers, le marché obligataire est organisé en deux compartiments, qui sont le marché primaire et le marché secondaire.

1. Le marché primaire

C'est le marché dit du « neuf » où, sont émises les obligations pour la première fois. Il est chargé de mettre en contact les agents économiques disposant de ressources et qui souhaitent les placer, avec ceux à besoins de ressources pour une durée longue (plus de deux ans), et qui pour cela émettent des obligations sur ce marché.

2. Le marché secondaire

Il est le marché qui porte le nom de bourse des valeurs, car c'est sur ce marché que sont négociées les obligations déjà émises sur le marché primaire. A ce titre il est aussi appelé marché « de l'occasion ». Le marché secondaire est la perspective qu'ont les investisseurs de pouvoir négocier à tout moment les obligations qu'ils détiennent en portefeuille, rendant ainsi le marché obligataire attrayant. Dès lors, toute déficience sur le marché secondaire, constituera à coup sûr un handicap sérieux à l'attrait de ce marché pour les investisseurs et par conséquent pour la levée de capitaux futurs sur le marché primaire.

III. Fonctionnement du marché obligataire

Sur le marché obligataire, il existe plusieurs émetteurs d'obligations qu'on peut classer en deux types en général, à savoir les obligations d'états et organismes assimilés, et les obligations d'entreprises.

1. Le marché des obligations d'états et organismes assimilés

Le terme assimilé ici fait référence aux organismes d'états tels que les entreprises d'états, les collectivités locales, les administrations publiques ayant la possibilité de lever des fonds pour la réalisation de leur objectif. Cela dit, il convient de souligner que ce marché est de loin le plus actif, de part le nombre d'émission et les montants levés. Il est aussi le plus liquide et offre des gammes variables de maturités. C'est un marché de gré à gré ou « over the counter (OTC) » en anglais, où les achats se font généralement en gros, surtout par la technique de l'adjudication en ce qui concerne les obligations d'états. Ce marché a contribué à

l'essor du système de « trading électronique » et bénéficie des meilleurs infrastructures à travers le monde.

Le poids et la signature des états, fait de ce sous marché le compartiment le moins risqué en terme de risque de crédit ; de telle sorte que les caractéristiques, surtout le taux, des obligations qui y sont émises servent de benchmark pour la détermination des taux des autres obligations. C'est-à-dire que pour la détermination du taux de rendement qu'un investisseur peut attendre, il va considérer comme taux sans risque le taux offert par les emprunts d'état de même maturité. Le marché des obligations d'états et assimilés est le plus souvent utilisé aussi bien pour l'investissement, pour le placement de trésorerie pour la couverture que pour la spéculation.

Sur ce marché les grand pays émettent surtout sur leur marché national, tandis que les pays les plus faibles eux émettent aussi bien sur leur propre marché que sur les marchés étrangers.

2. Le marché des obligations d'entreprise

C'est un marché qui a connu une croissance rapide ces dernières années et cela depuis l'apparition de l'euro, et qui est en plein essor eut égard au nombre de plus en plus croissant d'entreprise émettrice que l'on enregistre à travers le monde. Ces entreprises émettrices sont particulièrement, les institutions financières. Cependant il faut remarquer une avancée remarquable des entreprises non financières et celle dont les signatures ne sont pas au plus haut niveau. Dès lors, l'on constate que les obligations émises par les plus grosses entreprises tendent à se constituer en benchmark sur ce marché.

Le marché des obligations se présente dès lors comme un marché sur lequel la qualité des « demandeurs » est déterminante pour prétendre y lever des fonds. Cela se ressent assez bien dans les mécanismes de détermination des taux, qui sont en principe fonction de la signature des demandeurs. Voilà pourquoi les autorités du marché de la zone UEMOA, à l'instar de leurs collègues des marchés matures, on introduit la notation financière obligatoire, avant toute émission sur le marché locale.

Ce marché présente aussi une architecture caractéristique de tous les marchés financiers, qui lui permet de contribuer assez bien à sa vocation de courroie de transmission de la liquidité, des agents les plus liquides vers ceux à besoin de liquidité. Et dans cet ordre

d'idée l'on y assiste de plus en plus aux émissions des entreprises, qui par nature son très demandeuse de fonds en vue de couvrir leurs besoins immédiats et futurs.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Chapitre II : Outils d'analyse du marché obligataire et méthodologie

I. Caractéristiques des titres échangés

Les titres échangés sur le marché obligataire sont essentiellement des obligations, qui peuvent cependant se présenter sous diverses formes avec des caractéristiques particulières.

1. Définition

Une obligation est un titre de créance, qui est une unité d'une dette plus globale, et qui est la matérialisation de l'engagement d'un emprunteur envers un prêteur qui en contrepartie, lui met des fonds à disposition. C'est aussi une valeur mobilière (car ce titre peut être négocié sur un marché) émise par un état, une entreprise, une collectivité publique ou privé qui confère les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale, à tous ses détenteurs dès l'émission de l'emprunt obligataire. Il faut aussi ajouter que l'obligation est une dette remboursable dans un délai et une échéance précise. Elle est également rémunérée pendant toute la durée de l'emprunt et évolue en fonction d'un benchmark qui de plus en plus est fonction des taux du marché monétaire. L'obligation ne confère aucun droit à son détenteur, sur la gestion courante de l'entité émettrice.

2. Caractéristiques

Les obligations sont des titres de créances assortis de caractéristiques particulières qui sont :

- ❖ -la valeur nominale ou valeur faciale : c'est le prix du titre, qui étant inscrit dans le contrat d'émission, sert de base de calcul de la rémunération versé périodiquement au détenteur du titre ;
- ❖ -le prix d'émission : c'est le prix auquel le détenteur du titre l'a acquis dès son émission et dont la valeur est souvent égal au nominal de l'obligation ; dans ce cas on dit que l'émission s'est faite au pair. Cependant, lorsque le prix d'émission est inférieur à la valeur nominale, l'émission est dite en dessous du pair.
- ❖ le prix de souscription : c'est le prix que peut être tenu de payer un souscripteur, qui se manifeste après la date d'émission des obligations. Il correspond à la somme du prix d'émission et de la fraction d'intérêt couru entre la date de jouissance et la date de règlement.
- ❖ le prix de remboursement : c'est le prix auquel l'emprunt est amorti. Il est au moins égal à la valeur nominale des obligations et parfois il lui est supérieur ; dans ce cas le surplus correspond à ce qu'il est convenu d'appeler la prime de remboursement, qui est au bénéfice du prêteur.

- ❖ -le taux d'intérêt : c'est le auquel sont calculés les intérêts servi à l'obligation.
- ❖ l'échéance : c'est la date à la quelle l'emprunt et les intérêts seront totalement payé ; elle est fixé dès le départ.
- ❖ la date de jouissance : c'est la date à partir de laquelle les intérêts commencent à courir.
- ❖ la date anniversaire : c'est la date à laquelle sont payés les intérêts échus ou coupons.
- ❖ les modalités d'amortissements : le remboursement de l'emprunt peut se faire au terme de la vie de l'emprunt. Dans ce cas, seuls les coupons sont servis à chaque date anniversaire. Le paiement peut également être différé. Le contrat d'émission peut également prévoir que les amortissements où les annuités soient constantes. Dans tous les cas, l'émetteur peut se réserver le droit de rembourser par anticipation la totalité ou une partie des obligations en circulation.
- ❖ la forme d'émission : les obligations peuvent être émises sous la forme nominative c'est-à-dire que la souscription se fait au nom du titulaire sur le registre de la société qui émet les titres ou se faire dans le cas contraire au porteur.

3. Les différents types d'obligations

Sur le marché obligataire l'on est emmené à observer plusieurs types d'obligations dont les plus fréquentes sont :

3.1. Obligation selon les modalités de calcul du coupon

3.1.1. Obligation à coupon zéro

Une obligation à coupon zéro ou obligation zero-coupon est une obligation qui se définit par l'absence de versement d'intérêt durant la durée de vie de l'emprunt. Cependant, elle est émise à un prix particulièrement inférieur au prix de remboursement, procurant ainsi une prime à l'acheteur.

3.1.2. Obligation à taux fixe

Pour ces obligations, le taux d'intérêt est fixé pour toute la durée de vie de l'emprunt et le prix de remboursement aussi.

3.1.3. Obligation à taux variable

C'est un genre d'obligation pour lesquelles le taux d'intérêt peut varier en fonction d'un autre taux choisi comme référence durant sa durée de vie.

3.1.4. Obligation indexée

C'est une obligation dont les intérêts et/ou le capital sont liés en totalité ou en partie à une valeur de référence, qui est soit la performance commerciale et financière de l'émetteur, une valeur de marché d'un produit, ou un élément de marché financier (indice etc.)

3.2. Obligation dotée d'une option

3.2.1. Obligation à Bon de Souscription d'Action (OBSA)

Une obligation à Bons de Souscription d'Action (OBSA) est une forme d'obligation à laquelle sont joints un ou des bons qui vont permettre de souscrire à des actions de la société qui les a émis. Cette aptitude est valable pendant une période déterminée et ce fait à des conditions de parité d'échanges et de prix fixé au préalable.

3.2.2. Obligation convertible

Ce type d'obligation comporte le droit pour l'acheteur de solliciter la conversion de son titre en action de la société émettrice, selon des modalités et des conditions fixées lors de l'émission.

3.2.3. Obligation remboursable en action

Ce titre est remboursé en action de la société émettrice, à l'échéance du prêt et non en numéraire.

II. Outils d'analyse de la liquidité et de la performance

1. Outils d'analyse de la liquidité

1.1. Définition de la liquidité

La liquidité est une notion importante en économie qui présente un aspect particulier selon que l'on passe d'une discipline à une autre. A cet effet, il existe plusieurs définitions de la liquidité :

Au plan macroéconomique, la liquidité d'un actif est l'aptitude de celui-ci à être utilisé comme réserve en cas d'urgence. Pour que cette stratégie fonctionne, l'actif ne doit pas perdre sa valeur lorsque l'entreprise en a besoin pour résorber son urgence.

Au plan microéconomique, la liquidité d'un actif s'apprécie à son aptitude à être acheter ou vendu sans coût de transaction. Aussi, il faut remarquer ici, que le critère significatif sera la valeur de ce coût de transaction, plus il sera petit plus l'actif est liquide.

En finance de marché, bien que les autres définitions soient valables en ce qui concerne les actifs, il se pose la question de la liquidité d'un marché. Dès lors la liquidité d'un marché se définit selon trois critères :

- ✚ l'écart entre les cours acheteurs et vendeurs qui constituent une mesure directe des coûts de transactions (hors autres coûts opérationnels) ;
- ✚ la capacité du marché à absorber un volume important de transaction sans impact adverse sur les prix, on parle ici de profondeur du marché ;
- ✚ la résilience du marché c'est-à-dire son aptitude à recouvrer des cours pareils à leurs niveaux d'équilibre à la suite d'un choc aléatoire dans les flux de transaction.

1.2. Outils d'analyse

Des définitions précédentes, il ressort clairement que l'outil d'analyse par excellence de la liquidité d'un marché est l'analyse des volumes de transactions sur ce marché. C'est pourquoi dans notre étude nous nous baserons sur leurs analyses pour exprimer notre opinion sur la liquidité des différents marchés.

Nous examinerons aussi le Turnover rate, en tant que mesure de l'importance effective du volume des transactions au cours d'une période donnée. Dans notre cas nous choisirons comme période d'analyse, l'année. Ce ratio est un bon indicateur de la liquidité du marché secondaire des obligations car il montre l'ampleur des titres échangés par rapport l'encours globale du marché.

2. Outils d'analyse de la performance

Les outils d'analyse de la performance d'une bourse sont sûrement nombreux. Cependant pour notre part nous avons décidé d'utiliser la capitalisation boursière comme outil d'analyse. Celle -ci étant la somme de toutes les émissions effectuées sur le marché de la zone.

III. Attractivité du marché

1. L'attractivité au niveau économique

On entend donc par attractivité, au sens économique du terme, la capacité d'un pays à attirer et retenir les facteurs de production (capital et humain) et les centres décisions économique et financier. En d'autres termes, c'est l'aptitude d'un pays, d'une région ou d'une quelconque zone géographique, à attirer de l'étranger et dans le même temps en interne des investissements directs, des implantations d'entreprises, des centres de décisions, des investissements en portefeuilles, et le capital humain qualifié.

L'attractivité est une notion dont l'utilisation est plus relative qu'absolue, c'est pour quoi toutes les études menées sur le sujet sont généralement comparatives.

2. L'attractivité au niveau des places financières

Au plan financier, l'on peut aussi déterminer la notion d'attractivité qui vient renforcer celle économique, car étant l'une de ses composantes, mais qui lui est souvent en partie autonome.

De plus, la place financière est le lieu géographique qui rassemblement, les émetteurs, les investisseurs et intermédiaires, et un ensemble de compétences financières, juridiques, comptables, informatiques, concourants au fonctionnement adéquat des marchés de fonds prêtables, au sein de structures à fortes capacités synergique.

Cela dit, l'attractivité d'une place financière et par ricochet celle d'un marché financier peut est appréhendé à travers les facteurs suivants :

- ☞ Présence primordial d'un fort capital de compétence financière, comptable, juridique, informatique et une tradition de savoir faire. Car faisant l'objet d'une grande mobilité international en raison de son niveau compétence.
- ☞ Qualité de l'environnement réglementaire qui assure la protection des investisseurs. C'est-à-dire que les organes de contrôle et de régulations doivent être efficaces et le cadre juridique doit être claire, adapté et stable.
- ☞ L'aptitude à générer des activités économiques connexes pour améliorer les rendements d'échelles. C'est-à-dire contribuer à la création de centres de formations aux métiers de la banque et de la finance, à la normalisation et l'efficacité des moyens de paiements et aussi à la mutualisation des informations visant à éviter le risque de contrepartie.

- ☞ L'aptitude à intégrer de nouvelles technologie et la capacité à y investir.
- ☞ La taille, la crédibilité et la renommée, international, des institutions en présence ainsi que la liquidité et la profondeur du marché qui permettra de traiter et d'absorber toute opération quel qu'en soit le volume et la nature.

3. Mesure de l'attractivité d'une place financière

Une place financière et par analogie un marché financier est soumis à la concurrence. De ce fait elle se doit de veiller sur son attractivité, d'où la nécessité pour elle de la mesurer.

En effet, cette mesure se fait au travers d'indicateurs suivant :

- ☞ Taille du secteur financier
 - nombre d'établissement de crédit
 - taille de leurs bilans et hors bilan
- ☞ Degré d'ouverture internationale
 - nombre et tailles des banques à capitaux étrangers
 - pourcentage de la dette publique détenue par des non résidents
 - pourcentage des actions et obligations détenues par des non résidents
- ☞ Activité de la place
 - volumes des opérations sur les marchés sous-jacents et dérivés
 - capitalisation boursière

IV. Méthodologie de l'étude

Afin d'atteindre les objectifs de cette étude, nous adoptons une démarche méthodologique comparative. Nous commencerons par une analyse critique du mode de fonctionnement du marché secondaire dans l'UEMOA en comparaison avec d'autres places financières telles que le Maroc, ... Cette analyse nous permettra d'aboutir à des recommandations.

1. Plan d'analyse

Notre analyse se veut comparative, entre le marché de l'UEMOA et celui du Maroc

2. Collecte des données

La collecte des données s'est faite au travers de visites auprès des institutions du marché obligataire. En ce qui concerne le marché de l'UEMOA, nous nous sommes rendus au siège de la BRVM à Abidjan et celui du CREMPF. Pour le Maroc nous avons utilisé internet, et plus précisément le site de la bourse de Casablanca.

Toutes les autres données ont émanées, de lectures de livres et de revues spécialisées.

3. Outils d'analyse

A la lumière de ce qui précède notre étude ambitionne donner à tous lecteurs, la possibilité de connaître le marché obligataire à travers ses produits, de savoir ses particularités en tant que marché financier, d'appréhender aussi les critères sur lesquelles l'ont doit juger sa capacité à attirer les investisseurs.

2^{ème} partie :
Bilan du développement du marché secondaire des obligations et perspectives

Chapitre III : Analyse comparative des marchés secondaires des obligations dans le monde

I. Présentation du marché secondaire des obligations dans l'UEMOA

Quand on parle du marché secondaire, il faut entendre par là, le marché de l'occasion, le marché où les transactions quotidiennes ont lieu après l'émission des titres sur le marché primaire. Ce marché est aussi appelé la bourse des valeurs. Cela dit présenter le marché secondaire des obligations dans la zone UEMOA, revient à présenter le compartiment obligataire de la bourse des valeurs mobilière d'Abidjan dont les titres cotés sont listés dans le tableau ci-dessous :

Symbole	Noms	Valeurs d'émission	Taux d'intérêt	Type d'Amortissement	Date anniversaire
BIDC.O2	BIDC 6.75 % 2010-2017	10 000	6.75 %	ACD	11-août
BOAB.O2	BOA BENIN 6.20% 2009-2014	9 900	6.20%	ACD	04/04-10
BOABF.O2	BOA BURKINA F. 6,20% 2009-2014	10 000	6,20%	AC	23-juin
BOAC.O1	BOA - CI 6.20% 2009-2014	10 000	6.20%	AC	23-juin
BOAC.O1	BOA - CI 6.20% 2009-2014	10 000	6.20%	AC	23-juin
BOAD.O7	BOAD 5% 2005-2013	10 000	5%	ACD	28-déc
BOAD.O9	BOAD 5% 2006-2014	10 000	5%	ACD	07-févr
BOAD.O10	BOAD 4.75% 2006-2012	10 000	4.75%	ACD	07-févr.
BOAM.O2	BOA MALI 6.50% 2009-2014	10 000	6.50%	AC	23-juin
BOAN.O1	BOA NIGER 6.50% 2009-2014	10 000	6.50%	AC	23-juin
BOAS.O1	BOA SENEGAL 6.50% 2009-2014	10 000	6.50%	IF	23-juin
CAAB.O3	CAA BENIN 6,50% 2011-2016	10 000	6.35%	ACD	09-nov
CLTB.O2	CELTEL BURKINA 6.35% 2007-2013	10 000	5.50%	ACD	17/02-08
EOS.O2	ETAT SENEGAL 5.50% 2007-2012	10 000	6.75%	ACD	18-oct

EOS.O3	ETAT SENEGAL 6.75% 2010-2015	10 000	6.75%	ACD	16-nov
EOT.O2	ETAT TOGOLAIS 6.50% 2011-2016	10 000	6.50%	ACD	15-mars
PAAC.O1	PAA 6.95% 2010- 2017	10 000	6.95%	ACD	28/05-11
PADS.O2	PAD 7% 2010-2017	10 000	7%	ACD	22/06-12
PALC.O1	PALMCI 7% 2009- 2016	10 000	6%	ACD	28/06-12
SHAF.O2	SHELTER AFRIQUE 6% 2008-2014	9 950	6.50%	ACD	21/05-11
TGTLT.O1	TOGO TELECOM 6.50% 2007-2014	9 950	6.50%	ACD	15/02-08
TPBF.O2	TPBF 6,50% 2011- 2016	10 000	6.95%	ACD	21-déc
TPCI.O8	TPCI 6.95% 2009- 2014	10 000	6.95%	ACD	05-août
TPCI.O9	TPCI 6.25% 2010- 2013	9 750	6.25%	IF	31-mai
TPCI.O10	TPCI 7% 2010-2017	10 000	6,5%	AC	01-oct
TPCI.O11	TPCI 6,5% 2011- 2016	9 950	6,5%	AC	15-sept
AFD.O1	AFD 5.25% 2008- 2016	9 900	5.25%	IF	12-mars ³

1. Cadre institutionnel

Le marché est organisé autour d'une batterie de textes réglementaires de bases, à savoir :

- ☞ le règlement général relatif à l'organisation, au fonctionnement et au contrôle du marché ;
- ☞ la convention portant création du CREMPF (Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financier) ;
- ☞ les différentes décisions et instructions.

Et aussi de structures institutionnelles chargées de la régulation et la surveillance des activités sur le marché (pôle public) ainsi que de structures privées à vocations commerciales chargées de son animation quotidienne (pôle privée).

³ Type Amortissement: Type d'Amortissement - IF: IN FINE - AC: AMORTISSEMENT CONSTANT - AD: AMORTISSEMENT DEGRESSIF - ACD: AMORTISSEMENT DIFFERE CONSTANT

2. Organisation

Sur ce marché interviennent différents acteurs dont le rôle et la nature des activités sont exposés ci-dessous :

2.1. Organes en charge de la gestion du marché

2.1.1. Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREMPF)

Il a commencé ses activités le 20 novembre 1997, en tant que garant de l'intérêt général, la sécurité et l'intégrité du marché. Sa mission est supranationale et consiste pour la première partie, en la protection de l'épargne investie en actif financier et tout autre placement faisant appel à l'épargne publique, notamment en obligations dans la zone UEMOA. C'est pourquoi, il faut son visa au préalable avant toutes émissions obligataires, sur le marché. Cependant, ce visa n'est pas exigible au pays lorsque ceux-ci émettent ou garantissent un emprunt obligataire. Ils sont juste tenus à une formalité d'enregistrement. Pour la seconde partie de sa mission, il se consacre en l'accréditation et la délivrance d'autorisations d'exercices aux professionnels privées intervenant sur le marché (personne physiques et morales) en leurs accordant des cartes professionnels et en établissant la liste des commissaires aux comptes devant certifier les états financiers des structures relevant de sa tutelle.

Sa composition est faite de représentant des pays de l'union, des spécialistes et experts en matière financière. Le conseil est dirigé par un président nommé par le conseil des ministres de l'union et exerce son autorité grâce à un Secrétariat Général chargé de l'exécution de ses décisions.

Le marché boursier obligataire connaît aussi une autre catégorie d'intervenants privés ce sont :

2.1.2. La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières. Société Anonyme (BRVM.SA)

La BRVM.SA une société anonyme au capital détenu majoritairement par les privés intervenant sur le marché. Il s'agit entre autre des intermédiaires de bourse. La part des états de l'union est dans le capital cette société est de 13,5%.

Cette société bénéficie d'une concession de service publique, selon les conditions définie par le conseil des ministres de l'union. Cette option vise à combiner un fonctionnement conforme aux règles de droit privé avec les exigences d'un service public,

assorti d'un monopole. Celle-ci organise les cotations, et se charge de la diffusion des informations de marché, elle assume aussi un rôle de promotion et de vulgarisation de la culture financière au sein de l'UEMOA par des actions de formations, de sensibilisations et d'informations du public. La BRVM a son siège à Abidjan et des antennes dans les différents pays de l'union (Antenne Nationale de Bourse). Ces antennes sont chargées d'agir pour le compte de la BRVM et du Dépositaire Centrale /Banque de Règlement en ce qui concerne leurs relations avec les intervenant du marché. Cette mission consiste à diffuser les informations de marché, en l'assistance des Sociétés de Gestions et d'Intermédiations (SGI) et d'assurer la promotion du marché au niveau local. Pour ce faire, la liaison entre la BRVM, le Dépositaire Centrale/Banque de Règlement et les ANB se fait au moyen d'un système électronique fonctionnant à l'aide d'un réseau satellite.

2.1.3. le Dépositaire Centrale/ Banque de Règlement (DC/BR) est également une

Le Dépositaire Centrale/ Banque de Règlement (DC/BR) est également une société anonyme distincte de la BRVM, au capital détenu par majoritairement par le secteur privé dont les intermédiaires de bourses. Il gère de manière centralisé, les comptes titres des SGI ouvert dans ses livres, afin d'assurer les mouvements de titres issues des opérations sur le marché. Il assume également le rôle de Banque de Règlement et gère ainsi le processus de règlement livraison dans son ensemble. Afin de préserver l'intégrité et la continuité du marché régional le DC/BR, garantit le règlement de l'ensemble des transactions. A cet effet, il prévoit des mesures visant à prévenir les défauts de livraisons ou de paiements des adhérents. Par le fond de garantie du marché, il se substitue, le cas échéant, à l'adhérent défaillant.

2.2. Les intermédiaires commerciaux

2.2.1. Les sociétés de gestions et d'intermédiations (SGI)

Ce sont elles qui animent le marché par leurs activités de courtages sur valeurs mobilières. De plus elles bénéficient d'un monopole en matière de négociation sur les obligations cotées à la bourse, à condition qu'elles soient agréées par le conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers. Les SGI tiennent aussi, des comptes titres et se chargent de la conservation de ses obligations pour leurs propres comptes et pour le compte de la clientèle. Souvent, elles exercent aussi l'activité de conseil en placement en indiquant les obligations les plus avantageuses pour leurs clients.

2.2.2. Les sociétés de gestions de patrimoine (SGP)

Elles sont chargées de la gestion de fonds émanant et des portefeuilles obligataires de clients institutionnels ou particuliers.

2.2.3. Les transmetteurs d'ordre ou apporteur d'affaires

Ils ont pour rôle de collecter les ordres auprès des différents clients afin de les communiquer aux SGI moyennant une rémunération.

2.3. Les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM)

Ils se présentent sous deux formes, les SICAV (société d'investissement à capitaux variable) lorsque l'organisme acquiert la personnalité juridique et les FCP (fond commun de placement) lorsque l'organisme ne bénéficie pas de la personnalité juridique. Dans tous les cas, ces organismes naissent de la volonté de leurs adhérents de mettre en commun leurs moyens en vue de réaliser des profits substantiels sur le marché et de gérer en commun le risque inhérent à l'activité d'investissement.

3. le fonctionnement du marché obligataire de la zone UEMOA

Le marché secondaire des obligations dans la zone UEMOA est logé à la bourse régionale des valeurs mobilières d'Abidjan. C'est le marché de « l'occasion » des obligations, car c'est sur ce marché que sont effectuées les transactions sur les obligations après leurs émissions sur le marché primaire. Sur ce marché, les obligations sont dématérialisées et tenues en compte par le DC/BR, les teneurs de comptes titres agréés, et les SGI

Les séances de cotation sur les obligations sont réalisées cinq (5) fois par semaine, sur ce marché centralisé et dirigé par les ordres, c'est-à-dire que le cours d'une obligation est obtenu par la confrontation entre les offres d'achats et de ventes enregistrées sur celui-ci avant la cotation. Ces ordres eux-mêmes peuvent provenir des SGI, qui elles, les reçoivent de leurs clients, et les transmettent à la bourse via un équipement informatique relié au système de négociation dit « station de négociation », qui est sous contrôle de la bourse. Ils peuvent aussi, être directement introduits dans le système de négociation, car celui-ci est disponible dans toutes les agences nationales de bourse (ANB) ou au site central à Abidjan à condition d'avoir une autorisation d'accès car les séances de bourses sont interdites au grand public.

La cotation et la négociation se font sur le site central à Abidjan pendant la séance de bourse. Et les ordres reçus dans les ANB sont automatiquement répercutés au site central pendant celle-ci. A la fin de chaque séance de cotation, les résultats sont consignés dans le Bulletin Officiel de la Cote (BOC).

Cela dit, il faut préciser que la cotation des cours se fait selon la méthode du fixing.

3.1. La méthode du fixing

Le fixing est une méthode qui est généralement utilisée sur les marchés de petites tailles souvent peu profonds. Par cette méthode, sur la BRVM, tous les ordres concourent à la détermination d'un cours unique d'équilibre qui sert de cours d'exécution de tous les ordres d'achats et de vente concernant la séance de sa détermination.

La cotation sur la BRVM est discontinue c'est-à-dire qu'à l'ouverture du marché, les ordres sont émis pendant une durée précise de deux heures, et à la fermeture, le prix est fixé selon le principe du « qui peut le plus peut le moins ».

3.2. Nature des opérations

Le marché secondaire des obligations de l'UEMOA, est un marché au comptant au démarrage c'est-à-dire que pour passer un ordre de vente il faut disposer des titres et pour passer un ordre d'achat, il faut justifier des disponibilités financières. Ce facteur est de nature à augmenter la sécurité de fonctionnement du marché en limitant les dérives spéculatives.

3.3. Présentation des indicateurs du marché

Le marché obligataire de l'union, dont les titres ont vocation à être cotés à la BRVM, a enregistré une évolution globalement croissante depuis le démarrage de ses opérations.

Il convient aussi de relever l'importance des émissions ces dernières années, par placement privé dont plus de la moitié est le fait d'entreprise de télécommunication de l'union. Les principaux souscripteurs des emprunts de ces sociétés sont des compagnies d'assurance et les garanties afférentes sont portées essentiellement par trois structures de la zone.

Tableau 1 : Statistiques du marché secondaire des obligations de 2000 – 2010

ANNEES	TRANSACTIONS		NOMBRE D'INSCRITS	CAPITALISATION BOURSIERE	TURNOVER RATE
	VOLUME	VALEUR (F CFA)	OBLIGATIONS *	OBLIGATIONS * (F CFA)	
2000	575 549	13 336 901,585	17	120 254 737 000	11.1%
2001	473 573	6 257 062,674	17	118 157 723 980	5.3%

2002	114 778	1 325 005 751	19	158 120 460 000	0.8%
2003	165 738	1 704 845 544	19	250 240 259 347	0.7%
2004	1 292 435	12 989 973 771	20	278 595 704 682	4.7%
2005	119 181	1 199 263 944	18	326 289 051 314	0.4%
2006	635 802	6 357 120 438	21	409 157 763 900	1.6%
2007	1 019 743	10 167 571 520	28	578 043 856 036	1.8%
2008	2 123 223	21 037 813 650	29	514 717 008 018	4.1%
2009	1 528 850	14 929 656 202	33	523 249 049 540	2.9%
2010	2 462 525	24 148 884 778	31	457 466 831 301	5.3%

*Source : BRVM (données au 31 décembre de chaque année)

Aussi, sur le marché secondaire des obligations l'on ressent cette croissance malgré quelques années d'errements, pour preuve après une baisse significative des activités en volumes et en valeurs de 2000 jusqu'en 2003, nous avons enregistré en 2004 le dépassement de la barre symbolique des « un million » de transactions par an. Cependant, juste après cette année là l'on est passé sous cette barre, en tombant à 119 181 transactions, soit une chute de plus de 90%. Mais depuis 2007 cette barre est régulièrement franchie et même doublé comme en 2008 et 2010.

Figure 1 : Evolution des volumes de transactions sur le marché secondaire des obligations de la BRVM

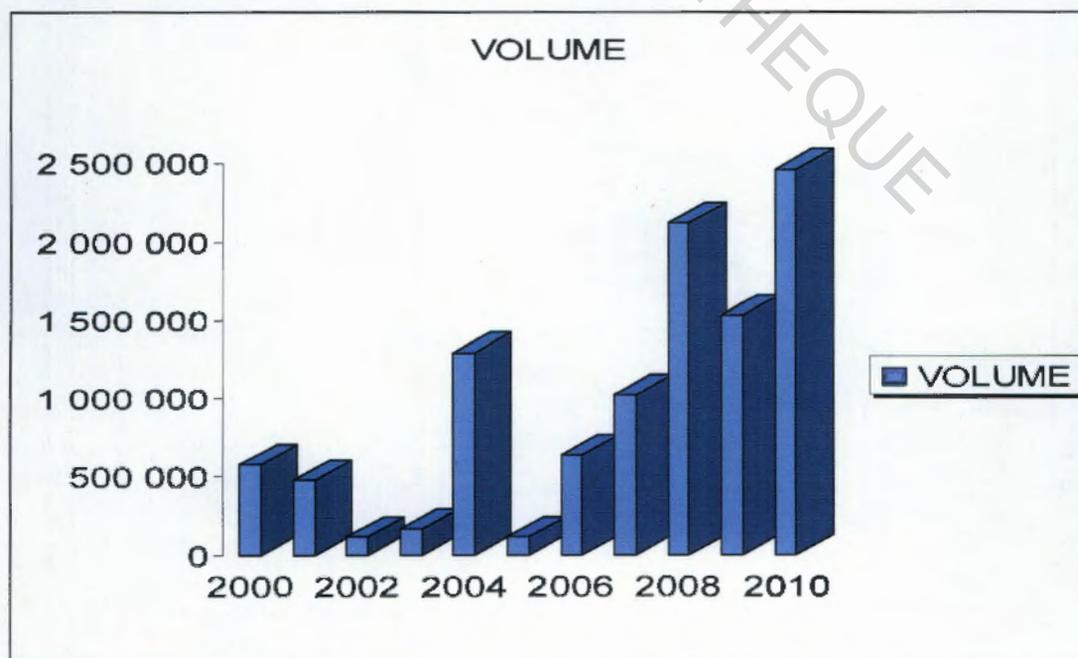
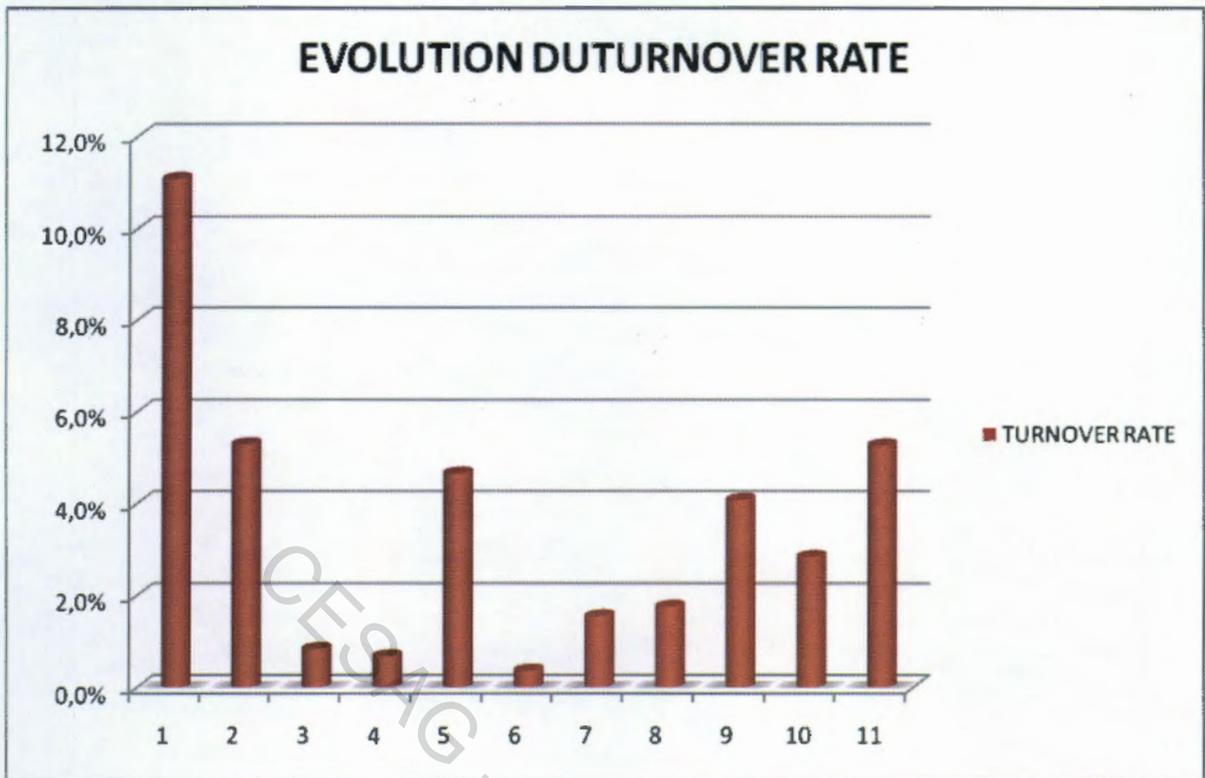


Figure 2: Evolution du Turnover Rate sur le marché secondaire des obligations de la BRVM



Le Turnover rate sur le marché de l'UEMOA après une avancée record en 2000 où il tournait autour de 11%, n'a plus jamais dépassé la barre des 6% ; signe d'un errement de la liquidité entre 2000 et 2010. De plus, il a certaine fois avoisiné le niveau de zéro, comme ce fut le cas en 2002 et en 2005 à cause surement des événements en Cote d'Ivoire. Cependant en 2010 il s'est améliorer pour connaitre son meilleur niveau depuis 10 ans.

II. Présentation du marché secondaire des obligations du Maroc

Le développement économique passe inexorablement par un développement du marché financier de ce pays. C'est dans cette optique que les autorités marocaines, à travers une série de mesures et de reformes successives ont emmené leur marché financier et par ricochet leur économie au niveau de développement que nous lui connaissons, par réputation. Cela dit, nous allons à travers cette présentation du marché secondaire des obligations Marocain comprendre et cerner l'ampleur de ces réformes et leurs impactes sur le niveau de développement de ce marché.

1. Cadre institutionnel

Comme dans tous les marchés organisés, une batterie de lois, texte réglementaires régissent l'activité du marché marocain à savoir à titre d'exemple :

- le décret royal portant loi de restructuration de la fonction bancaire qui institue l'appellation bourse des valeurs pour le marché secondaire ;
- la loi du 21 Septembre 1993 et la loi 34-96 du 9 janvier 1997 portant mission de la SBVC (Société de BOURSES des Valeurs de Casablanca) ;
- le Dahir portant loi n°1-93-212 du 21 septembre 1993 instituant le CDVM (Conseil Déontologiques des Valeurs Mobilières) ;
- les différents arrêtés ministériels et les circulaires de banque al-Maghreb.

2. Organisation

Les acteurs du marché marocains se composent comme suit :

- le CDVM (Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières), il est un établissement public disposant de la personnalité morale et l'autonomie financière et placé sous la tutelle du ministère de l'économie et des finances. Il est géré par un conseil d'Administration et un Directeur. Ses missions sont de s'assurer que les informations devant être fournies par les personnes morales faisant appel à l'épargne publique, sont établies et diffusées selon les lois et règlements existant en la matière, de veiller au bon fonctionnement du marché financier en vue d'en assurer la sécurité, d'assister le gouvernement en lui servant de conseiller en matière de marché financier;
- la Bourse de Casablanca : son histoire remonte à 1929, lorsque les banques exerçant au Maroc décident de la création d'un « office de compensation des valeurs mobilières » pour leur faciliter la négociation et les échanges en valeurs mobilières pour le compte de leurs clients. Elle a connu plusieurs évolutions, en vue de devenir la structure privée actuelle chargée de prononcer l'introduction des valeurs mobilières à la cote officielle et aussi d'en prononcer, éventuellement, la radiation ; de veiller à la conformité entre les opérations réalisées par les sociétés de bourse et les textes et règlements en vigueur, de porter à l'attention du CDVM tout manquement qu'elle aura constaté dans l'exercice de sa mission.

Elle peut également suspendre la cotation d'une ou plusieurs valeurs mobilières, pour un temps, lorsqu'elle constate que les cours de ces valeurs fluctuent au-delà d'un seuil préfixé par le ministère des finances. Elle peut aussi suspendre de manière momentanée l'admission d'une société de bourse lorsqu'elle constate que les agissements de celle-ci sont de nature à mettre en danger le marché. Et aussi limiter la position d'un opérateur sur un titre donné, si la sécurité du marché en dépend.

- Le Dépositaire Centrale (MAROCLEAR): il à été crée en juin 1997, il a pour mission d'assurer la conservation des titres, d'en faciliter la circulation et d'en administrer les comptes courants de valeurs mobilières aux noms de ses affiliés.

L'affiliation à cet organisme est réservée aux intermédiaires financiers, aux OPCVM, aux personnes morales émettrices de valeurs cotées, et aux organismes étrangers ayant une fonction similaire. Le DC assure la vérification des équilibres comptables. C'est pourquoi il centralise dans ses livres l'intégralité des titres concernant une émission donnée. Et la contrepartie des émissions figure au crédit des comptes de ses affiliés.

- Les autres intervenants du marché : *les banques jouent un rôle très actif sur le marché grâce à leurs expérience dans le domaine et la taille de leur réseau ; aidant ainsi très efficacement à la collecte des ordres auprès de leur clientèle.

*Les sociétés de bourse, dont les affaires se sont appréciées de fort bel manière ces dernières années à cause de l'attrait de plus en plus grand du marché financier marocain au plan local, mais aussi auprès des investisseurs étrangers, et ce depuis les réformes apportés au marché boursier et à la grande vague de privatisation.

Selon le Dahir⁴ du 21 septembre 1993, les sociétés de bourses sont seul à opéré des transactions sur le marché secondaire des obligations, du fait d'un monopole à elles concéder par cette loi. En effet l'article 35 de ce Dahir précise : « les sociétés de bourse sont les seul habilité à exécuter des transactions sur les valeurs mobilières inscrites à la bourse des valeurs ».

*les intermédiaires en valeur du trésor, ce sont des établissements financiers qui s'engagent à contribuer à l'animation du marché obligataire, tant sur le primaire, que le secondaire. Ils sont tenus d'évaluer la demande globale du marché avant chaque adjudication et communiquer leur appréciation au ministère des finances.

*les OPCVM, depuis leurs lancements en 1995, elles ont connus une évolution spectaculaire. En effet, ces quelques chiffres permettent de se faire une idée de leur évolution à travers le temps :

1995 : lancement des première OPCVM pour un montant total de 500millions de dirham

1998 : au 30 septembre, l'on dénombrait 53 OPCVM et l'actif géré par celle-ci était de l'ordre de 24 milliards de dirhams soit environ 1 405 milliard de FCFA

2001 : au 31 décembre, il y en avait 156, avec un actif net de 39 Milliards de dirhams soit 2 282 milliards de FCFA.

⁴ Décret royal au Maroc

2003 : au 31 janvier 160 OPCVM, pour un actif de plus de 62 Milliards de dirhams soit 3 628 milliards de FCFA.

2004 : au 21 mai 173, pour un actif net de près de 80 Milliards de dirham soit 4 681 milliards de FCFA

Le fonctionnement

Sur le marché marocain, l'état est l'émetteur le plus apprécié, à cause de l'issue certaine du remboursement. Pour ce faire, nous allons axer notre présentation du marché secondaire des obligations au Maroc sur le fonctionnement du marché des titres de dettes publique.

Pour assurer la couverture de ces besoins de trésorerie, l'état Marocain à recours au marché obligataire. C'est pourquoi dès 1988, l'on a assisté à la création d'un marché des bons du trésor qui s'étend aussi bien sur le marché monétaire, qu'obligataire et dont les taux et les volumes sont déterminés par les règles du marché.

Ces bons du trésor marocain ont les caractéristiques suivantes :

- ❖ les bons de courts termes d'une durée de 13-26 et 52 semaines
- ❖ les bons de moyens termes d'une durée de 2 à 5 ans, remboursable in fine
- ❖ les bons à longs termes d'une durée de 10-15 ans et depuis septembre 2000 de 20 ans et 30 ans eux aussi remboursable in fine.

Ces bons doivent avoir un montant réglementaire, unitaire, fixe. Ce montant est passé de 5 millions de dirhams à 100,000 dirhams montant en vigueur depuis 2001

Ces bons sont négociables de gré à gré et inscrit en compte courant auprès du dépositaire centrale au nom des établissements admis à présenter des soumissions. Ceux-ci agissent sur le marché pour leur propre compte ou pour le compte de leur clientèle. Le soumissionnaire peut pour chaque catégorie de bons proposer sur le marché un seul taux et un seul prix ou le fractionner en plusieurs tranches assorties de taux et de prix différents. La réforme de 1995 a introduit la possibilité de faire l'émission par l'assimilation qui permet de constituer des gisements importants sur les lignes existantes et de favoriser le développement du volume des transactions sur le marché secondaire.

Les séances d'adjudication ont lieu tous les mardis en ce qui concerne les bons à court terme, le deuxième et le dernier mardi du mois dans le cas des bons à moyen terme, à 10 ans et à 15 ans, et le dernier mardi de chaque trimestre dans le cas des bons à 20 ans.

Un calendrier mensuel des émissions est publié par le ministère des finances qui se réserve le droit d'annuler des séances prévues ou de procéder à des adjudications supplémentaires. Le règlement des adjudications a lieu le lundi suivant la séance d'adjudication.

La Salle des Marchés aide les soumissionnaires à optimiser leur trésorerie. Elle les conseille lors de la fixation du choix des maturités et de l'évolution des taux d'intérêts.

En tant qu'IVT, autorisée à présenter des soumissions pour son compte et pour celui de sa clientèle, elle envoie les soumissions à Banque Al-Maghrib (BAM) tout les mardis avant 10h30. L'ouverture des plis est effectuée par Banque Al-Maghrib, le mardi à 10h30. Celle-ci se charge de la récapitulation des soumissions dans l'ordre croissant des taux proposés et transmet ensuite le tableau correspondant des soumissionnaires anonymes au Trésor qui fixe le taux ou le prix limite de l'adjudication. Cette technique correspond à celle dite "à la hollandaise". BAM transmet les résultats aux soumissionnaires le lendemain. La salle des marchés avise les participants de la fourchette des taux retenus par le Trésor. Après que les investisseurs aient choisis la maturité recherchée et le montant à investir. Ils contactent la salle des marchés pour une cotation. Après négociation des termes de la transaction avec le trader, ils envoient une confirmation d'achat de bons de trésor. La salle des marchés assure la liquidité de leurs bons de trésor sur le marché secondaire.

Le marché secondaire a été créé en 1996. Ce marché devrait permettre aux investisseurs de procéder à une gestion active de leur portefeuille de valeurs du Trésor, grâce aux arbitrages qu'ils sont en mesure d'effectuer entre les différents types d'échéances et de rendements.

La réglementation relative à ce marché prévoit une notification à Maroclear des transactions, à la fois par l'établissement cédant et par l'établissement acquéreur

1. Présentation des indicateurs du marché

Présentation des volumes des transactions sur le marché secondaire des obligations⁵ en millions de francs CFA.

⁵ rapport statistique de la bourse de Casablanca 2010

Tableau 2 : Statistiques du marché secondaire des obligations du Maroc (En Dirhams)

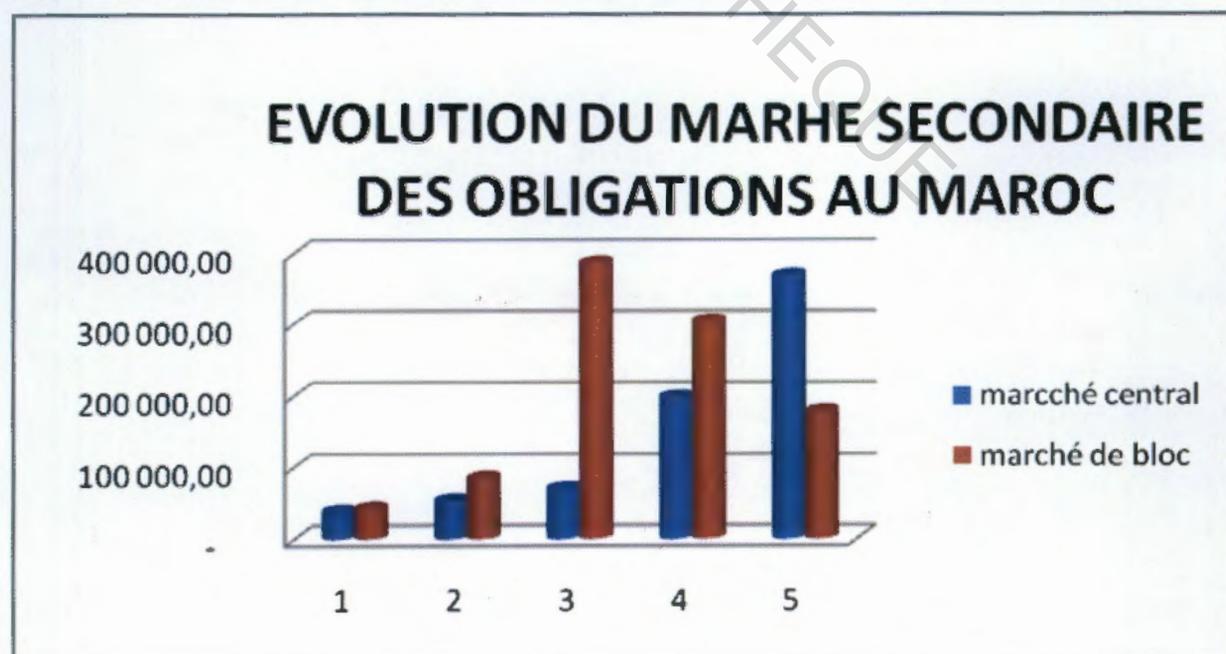
année		2006	2007	2008	2009	2010
Marché centrale	En Dirham	649,73	906,20	1202,26	3390,73	6313,6
	En FCFA	38 015.780	53 021.870	70 344.376	198 392.01	369 409.49
Marché de bloc ⁶	En Dirham	718,68	1 442,6	6 611,57	5 200,93	3 041,61
	En FCFA	42 050.053	84 406.699	38 6843.75	30 4307.03	177 964.96

La traduction du tableau ci-dessus en FCFA avec un taux de change de 1 dirham pour 58,51012fcfa*

Ce qui donne le tableau suivant en million de francs.

L'observation de ce tableau montre une croissance soutenue du marché obligataire au Maroc ces dernières années, qui a triplé ses volumes de transaction malgré la crise financière.

Figure 2 : Evolution des volumes de transactions sur le marché secondaire des obligations au Maroc



⁶ le marché de bloc est un marché de gré à gré au Maroc où les transactions sont réalisées par bloc

*source : <http://www.forexticket.fr/fr/conversion/monnaie-MAD-XOF>

Tableau 3 : Echanges annuels sur le marché obligataire du Maroc (En Dirhams)

Année	2006	2007	2008	2009	2010
Marche centrale	31 642	11 100	13 772	36 214	38 6950
Marche de blocs	6 813	14 008	78 430	58 536	64 608

Source : rapport statistique de la bourse de Casablanca 2010

III. Analyse comparée des différents marchés

1. Analyse comparative de l'activité

L'analyse du fonctionnement et de l'organisation des marchés UEMOA ET Marocain fait ressortir plusieurs similitudes.

Au plan organisationnel, l'on retrouve pratiquement les mêmes structures à savoir autorité de contrôles et régulations et organismes à vocation commerciale chargés au quotidien de l'animation de ce marché financier. A cet effet, nous retrouvons sur ces deux marchés un régulateur, si au Maroc c'est une personne morale dotée de l'autonomie financière et placée sous tutelle du ministère des finances, dans la zone UEMOA c'est un organe supranationale dont l'autonomie financière est compromise par les dons et subventions des Etats membres de l'UEMOA, mais qui en revanche bénéficie d'une certaine marge de manœuvre que pourrait lui envier son confrère marocain. En effet, le CREMPF dans l'exercice de sa mission cumule tous les attributs que possède son confrère marocain en plus de ceux dévolues à la société de gestion de la bourse du Maroc.

Au niveau du fonctionnement, s'il n'y a pas de divergence majeur à signaler dans la méthode de valorisation des obligations au niveau du public et du privé, il est à remarquer l'abondance des acteurs privés dans le processus d'émission et de transaction au jour le jour sur le marché marocain comparativement à celui de l'UEMOA. Pour s'en rendre compte l'on

peut observer le nombre d'OPCM exerçant sur le marché marocain (173 au 21 mai 2004) alors que sur le marché de notre zone elles ne sont que moins de cinq.

2. Analyse comparative des performances

Dans notre étude, nous considérerons pour rappel comme base d'analyse la capitalisation boursière des deux marchés. Cependant si une analyse dynamique aurait été plus intéressante, le non possession de données statistiques en termes de capitalisation boursière sur plusieurs années au Maroc nous contraint à une analyse ponctuelle. A cet effet en comparant la capitalisation boursière en 2010 du marché centrale marocain (37 897 941 681,4526 FCFA), ajouté à celle du marché de bloc(41 919 709 306,3678 FCFA), à celle de la zone (457 466 831 301 FCFA) l'on se rend bien compte que notre marché sous régionales, en terme d'obligation est plus performant que celui du Maroc, néanmoins des efforts restent à accomplir pour son amélioration.

3. Analyse comparative de la liquidité

En ce qui concerne la liquidité, si le marché Marocain enregistre un Turnover ratio de 10.8 % sur son marché central et 9.2% sur son marché de bloc en 2010, celui de l'UEMOA, enregistre un turnover rate de 5.3% ; de ce qui précède l'on peut aisément dire déduire que le marché Marocain est plus liquide que celui de l'UEMOA ; l'on remarque en revanche qu'en terme de volume des échanges sur l'année que le marché de l'UEMOA est bien plus dynamique que celui-ci. La force du marché marocain en termes de valeurs échangées, provient de son marché de bloc.

L'analyse que nous venons de mener montre que le marché obligataire de l'UEMOA, en terme organisationnel, n'a rien à envier au marché Marocain, pourtant réputé comme un marché presque développé. Cependant sur le plan de la performance et de la liquidité notre marché reste moins convainquant que celui du Maroc, mis à part le fait que les sommes échangées sur celui-ci dépassent celles échangées sur le notre.

Aussi, à notre avis ceci ne devrait pas constituer un motif de fierté pour la zone UEMOA, que la capacité à mobiliser l'épargne publique de huit pays rassemblés en union monétaire comme c'est le cas pour notre zone, soit comparé à un seul pays comme le Maroc. Cela doit suggérer aux autorités de l'UEMOA, qu'il reste encore du chemin à parcourir quant à l'acquisition du statut de marché de référence, du moins en Afrique.

Chapitre IV : Bilan et perspectives du marché secondaire des obligations de la zone UEMOA

I. Impact du marché obligataire sur l'offre de financement et de support de placement de la zone UEMOA

Le marché obligataire en tant que lieu de rencontre des demandeurs de financement et des prêteurs à long terme est le seul à même de « discipliner » les taux d'intérêts dans la zone et de favoriser ainsi l'accès d'un nombre de plus en plus croissant d'acteurs économiques au crédit à long terme. En effet, le développement du marché obligataire offrant plusieurs maturités de moyen (5 à 10ans) et long terme (15 ans, 20ans et plus) conduira inexorablement sur une réforme de la politique de taux des banques présentent actuellement sur le marché et qui ne s'avancent que très rarement sur ces maturités et pratiquent des taux exorbitant comme l'indique le tableau suivant :

Tableau 4 : Marge moyenne sur taux d'intérêt et écart sur taux d'intérêt en Afrique

période	taux d'intérêt sur les dépôts en %	taux sur les prêts en %	Marge en %	écart par rapport au usa
1980-84	8,3	13,5	5,2	-19,3
1985-89	10,7	16,1	5,4	-20,5
1990-94	15,4	23,3	7,9	-8,9
1995-99	12,8	23,4	10,6	-0,9
2000-03	10,6	22,4	11,8	4,9

Source : Commission économique des nations unies pour l'Afrique, Rapport économique sur l'Afrique 2006

Ainsi le marché obligataire par le biais de la combinaison de simples facteurs comme la volonté des autorités étatiques d'émettre des obligations à longues maturités (20 ans 30 ans comme au Maroc) favoriserait l'émergence d'une courbe des taux, tout en diversifiant les produits de placements, et dans la même foulé contribuant aussi à la diminution du coût de l'intermédiation bancaire dans la zone donc au développement de l'offre de financement.

II. Contraintes aux développements du marché secondaire des obligations

Plusieurs facteurs contraignent le développement des marchés financiers en Afrique, et ce malgré les réformes entreprises par les autorités de gestion de ces marchés. Cependant plusieurs actions, restent à mener en vue de réalisation de l'objectif de développement de

ces marchés. Et le marché secondaire obligataire de l'UEMOA, faisant partie de ce grand ensemble de marché financier ne saurait échapper à cette réalité implacable.

III. Recommandations

1. Proposition aux Etats

Le problème de développement des marchés financiers et notamment, celui du marché secondaire des obligations dans l'UEMOA est essentiellement un problème d'étroitesse et aussi un problème d'illiquidité provoqué par :

- ❖ La tendance exagérée des états de la zone à privilégier l'endettement extérieur que celui local, en effet nos états sont trop prompts à se tourner vers les bailleurs de fonds externes.
- ❖ Les conditions socio-politiques de nos états qui découragent aussi les investisseurs aussi bien étrangers que locaux
- ❖ Le manque de diversification des instruments financiers proposés.

A cet effet nous proposons aux états de prendre des mesures comme :

- ❖ Améliorer les systèmes d'enregistrement de la propriété comme les services de cadastre ; adopter et appliquer des lois étant de nature à encourager les investisseurs étrangers et locaux ainsi que les banques.
- ❖ Améliorer la gouvernance, en vue de rassurer les investisseurs étrangers et locaux
- ❖ Faire recours de plus en plus au marché obligataire
- ❖ Travailler dans le sens de stabilité sociopolitique, c'est-à-dire au renforcement de l'alternance démocratique comme seul moyen d'accès au pouvoir. Et au développement de la culture de la paix durable, seule condition pour mobiliser les fonds nécessaires pour bâtir le développement, selon les perspectives économiques.

2. Propositions aux autorités du marché

Le rôle des autorités du marché dans le processus de dynamisation du marché est conforme aux standards internationaux en la matière, en cette période où la tendance est au retour à la régulation plus stricte. Cependant, nous nous rendons compte que l'épargne est présente, bien qu'elle soit faiblement formelle, mais elle existe. Alors au-delà de la fonction de

formalisation qui incombe aux états, les autorités du marché doivent prendre beaucoup plus d'initiatives en vue de la promotion du marché financier en générale et du marché obligataire en particulier.

Il s'agira surtout d'action d'information et de formation, de sensibilisation qui toucherait les ménages, car comme nous le savons les plus grands investisseurs sont les ménages.

3. Propositions aux usagers du marché

En parlant d'usagers du marché ; il faut en distinguer deux catégories :

-les professionnels agissants sur le marché à savoir : les SGI, les OPCVM, les apporteurs d'affaires et autre intermédiaire du marché

-et les investisseurs (personnes physique et morales) en d'autre termes les ménages qui sont des acteurs indirectes du marché car n'y ayant pas accès.

Aux professionnels, il serait recommandable de faire leur propre promotion sur le marché en mettant en avant les atouts des produits qu'ils proposent. Car, leurs activités sont mal connues, de même que leur existence. Ce qui a pour effet de restreindre l'accès à l'information du marché à une certaine « élite » qui ne peut à elle seul porter le développement du marché et faire progresser leurs affaires.

Aux personnes morales, il faut dire que le marché secondaire des obligations, est le seul à même pour l'instant, de leurs offrir un placement sécurisé de leurs excès de trésoreries bien souvent mal rémunéré par les banques. Et que celui-ci est la meilleur alternative aux placements classiques tels que les DAT, eut égard au taux de rémunération et de rendement offert par ce marché.

Dans notre zone et, comme dans la plus part des pays de l'Afrique subsaharienne l'on enregistre un faible taux de bancarisation en générale et dans une mesure plus particulière, un pan entier de l'activité économique s'exerçant hors de la sphère d'exercice des banques. Cela est tellement vrai que la possession ou non, d'un compte bancaire par un agent économique est devenu un critère de sélection des agents du secteur formel ou informel.

C'est dans cet contexte, que le marché obligataire, à condition qu'il soit redynamisé, peut jouer un rôle de régulateur du cout du crédit, en contribuant à l'instauration d'une structure de taux en fonction du temps, permettant ainsi leurs fixations par des critères objectifs et favorisant aussi l'accès de tous au service bancaire.

Cependant l'alternative qu'offrira le marché obligataire ne saurait avoir lieu sans un minimum de reforme au niveau du domaine des Etats et des acteurs du marché.

Conclusion

Au cours de la décennie qui vient de s'achever, les marchés financiers ont connus des moments difficiles à travers le monde, notamment dans les trois dernières années de celle-ci.

En effet, l'on est passé de la crise des « subprimmes » à ce qu'il convient maintenant d'appeler la crise de la dette. Ces différentes crises ont eut pour effet de remettre en cause, au sein même de la communauté financière, des pratiques que l'on avait finis par adopter comme standard, à savoir la notation financière par exemple.

Et c'est dans ce contexte plutôt trouble que nous nous posons la question de savoir l'avenir des marchés financier Africains, relativement de petites tailles et presque épargnés par ces différentes crises.

C'est dans cette optique que nous avons axé notre travail sur l'un des pans non moins important du marché financier dans notre zone ; il s'agit du marché obligataire, qui pour nous tarde à se développer eut égard au potentiel et à l'impact que son futur développement pourrait apporter aux économies en constructions.

Et dans cette démarche nous avons comparé son fonctionnement et ses performances à l'un des marchés Africains, jugé plus avancé, à savoir le marché Marocain.

Et à l'issue de cette mise en parallèle, nous avons pu faire ressortir une quasi similitude au point de vue fonctionnement et structure organisationnel, pour des résultats en somme, du même ordre. Cependant, il faut noter qu'il s'agit du marché d'un seul pays comparé à celui d'une coalition de huit pays organisés en zone économique et monétaire, et logiquement cette dernière devrait pouvoir largement l'emporté en référence à son potentiel, ce qui n'est pas le cas.

Aussi avons-nous suggérer un certains nombres de reformes tant au niveau politique que juridique, à mettre en œuvre aussi bien par les Etats, que par les usagers quotidiens de ce marché en vue de favoriser son développement et augmenter son attractivité par rapport aux marchés voisins.

Au terme de cette étude, nous ne saurions avoir la prétention d'avoir exploré le sujet dans ses aspects, cependant nous escomptons toutefois que ce mémoire pourra servir de base de

lancement à une réflexion plus poussée sur ce sujet. Et aussi qu'il puisse être amélioré par de nouvelles recherches.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Bibliographie

I. OUVRAGES

1. CHOINEL Alain et ROUYER Gérard (2002), *le marché financier : structures et acteurs*, huitième éditions, COLLECTION BANQUE ITB, 434 pages
2. DAMODARAN Aswath (2006), *Finance d'entreprise (Théorie et pratique)*, deuxième édition, Nouveau Horizon, de bœck, 1327 pages
3. ISRAEL Georges (2000), *histoire de l'union monétaire ouest Africaine TOME III*, édition Georges Israël

II. Mémoire et Rapports

4. TASSIN Hubert (1997), *Connaître les obligations*, deuxième édition, le journal des finances
5. AMEVI M Atiopu (2002-2006) : marchés financiers en Afrique, publié par Afrology
6. GRIMONPREZ Etienne et MEYFREDI Jean-Christophe, *mécanisme de formation des prix sur le marché obligataire français*, EDHEC BUSINESS SCHOOL
7. GOODHART Charles : la gestion du risque de liquidité, revue de la stabilité financière de février 2008 page 41
8. BULLETIN de la Banque de France n°123-Mars 2004
9. ALISSOUTIN Sandrine Moriehnikey : Perspectives de développement du marché financier régional de l'UEMOA et impact sur le développement économique au sein de la zone, Mémoire MBF 2003
10. NASSOUR Imad : Stratégie de Gestion Obligataire et Choix du Benchmark, Mémoire de fin d'étude 2003-2004 ENCG AGADIR
11. UNION AFRICAINE : Département des Affaires Economique : Rapport de l'étude de faisabilité sur la création de la bourse africaine des valeurs, Décembre 2008
12. HOENN & PINATTON : Autorité des Marchés Financiers (AMF) Décembre 2009: le marché obligataire secondaire
13. FMI Février 2011 : Département Afrique, rapport sur les politiques communes des états membres de l'UEMOA, consultation régionales sur les enjeux et les politiques

économiques, FMI, ETEUDE ECONOMIQUE ET REGIONALE, perspective économique régionales, Afrique subsaharienne reprise et nouveaux risque, Avril 2011

14. BOURSE DE CASABLANCA : Rapport d'Activité, 2006 et 2010

III. Note de conférence, de cours et revues

15. ASSILAMEHOO Emmanuel : le marché financier régional de l'UEMOA, le 17 février 2010 à Dakar (CESAG, MBF9)

16. MORISSON Giles : conférence sur l'attractivité économique et financière, une nouvelle problématique des relations économiques et financière internationale, enjeu pour les banques centrales

17. REUNION MINISTERIELLE ET TABLE RONDE D'EXPERT du 11 au 12 Novembre 2009 : Initiative NEPAD-OCDE pour l'investissement en Afrique : Développer les marchés financiers pour la croissance et l'investissement

18. PERFORMANCE CONSULTING GROUP Mars 2009 : les marchés financiers en Afrique subsaharienne : Etat des lieux, problématiques, enjeux et perspectives

19. COMMISSION DE SRVEILLANCE DES MARCHES FINANCIERS DE L'AFRIQUE CENTRALE Septembre 2009 : Comment développer le marché financier en Afrique centrale,

20. SECTEUR PRIVE ET DEVELOPPEMENT la revue de PROPARGO N°5 MARS 2010 : les marchés financiers en Afrique : véritable outils de développement ?

21. OUATTARA Aboudou : COURS DE GESTION DES PORTEFEUILLE MBF (2009-2010), Coordonnateur Assistant au projet MBF

22. GLEN Pigou : COUR DE FINANCIAL MARKET MBF (2009-2010),

IV Site Internet

Site internet d'ABC Bourse : www.abcbourse.com

Site de la Banque mondiale : www.worldbank.org

Site internet de Bloomberg : www.bloomberg.com

Site internet de la BRVM : www.brvm.org

Site internet de la Bourse de Casablanca: www.casablanca-bourse.com

Site de conversion : <http://www.forexticket.fr/fr/conversion/monnaie-MAD-XOF>

Site Internet Euronext-Paris : www.euronext.com

Site du FMI: www.imfbookstore.org

Site de l'ISSER : www.issr.org

Site de l'OCDE : www.ocde.org

Site internet de Vernimmen : www.vernimmen.net

Yahoo finance: www.finance.yahoo.com

Table des matières

REMERCIEMENTS.....	ii
SIGLES ET ABBREVIATIONS.....	iii
LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES.....	iv
SOMMAIRE.....	v
INTRODUCTION.....	6
1 ^{ère} PARTIE : LE MARCHÉ OBLIGATAIRE, CONCEPTS ET OUTILS D'ANALYSE.....	9
Chapitre I : Concepts de base du marché obligataire.....	10
I. Fonction économique du marché obligataire.....	10
1. Définition du marché obligataire.....	10
2. Le marché obligataire, lieu de mobilisation de capitaux.....	10
3. Le marché obligataire, lieu de placement de l'épargne.....	11
4. Le Pricing.....	11
4.1. Mécanisme.....	11
4.2. Valorisation des benchmark.....	12
4.2.1. Définition du benchmark.....	12
4.2.2. Rôle du benchmark.....	13
4.2.3. Pertinence du benchmarks.....	13
4.3. Primes de risques et signatures.....	13
4.3.1. la prime de risque.....	13
4.3.2. la signature.....	14
II. Organisation du marché obligataire.....	15
1. le marché primaire.....	15
2. le marché secondaire.....	15
III. Fonctionnement du marché obligataire.....	15
1. Le marché des obligations d'états et organismes assimilés.....	15
2. le marché des obligations d'entreprise.....	16
Chapitre II : Outils d'analyse du marché obligataire et méthodologie.....	18
I. Caractéristiques des titres échangés.....	18
1. Définition.....	18
2. Caractéristiques.....	18
3. les différents types d'obligations.....	19
3.1. Obligation selon les modalités de calcul du coupon.....	19
3.1.1. Obligation à coupon zéro.....	19
3.1.2. Obligation à taux fixe.....	19
3.1.3. Obligation à taux variable.....	19
3.1.4. Obligation indexée.....	19
3.2. Obligation assimilable du trésor (OAT).....	Erreur ! Signet non défini.
3.3. Obligation dotée d'une option.....	Erreur ! Signet non défini.
3.3.1. Obligation à Bon de Souscription d'Action (OBSA).....	20
3.3.2. Obligation convertible.....	20
3.3.3. Obligation remboursable en action.....	20
II. Outils d'analyse de la liquidité et de la performance.....	20
1. Outils d'analyse de la liquidité.....	20
1.1. Définition de la liquidité.....	20
1.2. Outils d'analyse.....	21
2. Outils d'analyse de la performance.....	21

III. Attractivité du marché.....	22
1. Définition	Erreur ! Signet non défini.
2. L'attractivité au niveau économique.....	22
3. L'attractivité au niveau des places financières	22
4. Mesure de l'attractivité d'une place financière.....	23
IV. Méthodologie de l'étude	23
2 ^{ème} PARTIE : BILAN DU DEVELOPPEMENT DU MARCHE SECONDAIRE DES OBLIGATIONS ET PERSPECTIVES.....	25
Chapitre III : Analyse comparative des marchés secondaires des obligations dans le monde	26
I. Présentation du marché secondaire des obligations dans l'UEMOA	26
1. Cadre institutionnel.....	27
2. Organisation.....	28
2.1. Organes en charge de la gestion du marché.....	28
2.1.1. Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREMPF)	28
2.1.2. la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières(BRVM).....	28
2.1.3. le Dépositaire Centrale/ Banque de Règlement (DC/BR) est également une	29
2.2. Les intermédiaires commerciaux	29
2.2.1. les sociétés de gestions et d'intermédiations (SGI)	29
2.2.2. les sociétés de gestions de patrimoine (SGP).....	29
2.2.3. les transmetteurs d'ordre ou apporteur d'affaires	30
2.3. les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM).....	30
3. le fonctionnement.....	30
3.1. la méthode du fixing	31
3.2. Nature des opérations.....	31
II. Présentation du marché secondaire des obligations du Maroc.....	33
1. Cadre institutionnel.....	33
2. Organisation.....	34
3. le fonctionnement.....	36
III. Analyse comparée des différents marchés.....	39
1. Analyse comparative de l'activité.....	39
2. Analyse comparative des performances.....	40
3. Analyse comparative de la liquidité.....	40
Chapitre IV : Bilan et perspectives du marché secondaire des obligations de la zone UEMOA	41
I. Impact du marché obligataire sur l'offre de financement et de support de placement de la zone UEMOA	41
II. Contraintes aux développements du marché secondaire des obligations.....	41
III. Recommandations.....	42
1. Proposition aux Etats	42
2. Propositions aux autorités du marché	42
3. Propositions aux usagers du marché	43
CONCLUSION.....	44
BIBLIOGRAPHIE	46
TABLE DES MATIERES	49

Résumé

Problématique du développement du marché secondaire des obligations dans l'UEMOA

Pendant que le monde occidental, subit les affres inhérentes à la trop grande maturité de leurs marchés financiers, nous Africains en général et Ouest-Africains en particulier en sommes à espérer le développement du notre.

Dans cette optique, notre étude porte sur le marché secondaire obligataire de l'UEMOA.

En effet, grâce à une approche comparative des modes de fonctionnements et des performances du marché de l'UEMOA et de celui du Maroc, nous avons fait ressortir la quasi similitude qui existe entre les deux marchés au niveau du fonctionnement. Preuve que l'architecture du marché de l'UEMOA n'est pas la cause du sous développement de celui-ci. Et que bien au contraire il s'adapte parfaitement au contexte mondial actuel, si l'on se réfère au fait que le marché Marocain est considéré comme l'un des plus mature en Afrique.

Cependant le marché de l'UEMOA gagnerait, que les décideurs de la zone l'accompagnent dans le sens de l'innovation et la diversification, en termes de produits.

En effet sur ce marché qui est sensé pallier aux besoins de financements à long terme des états et des entreprises et même des collectivités territoriales, les émissions les plus longues ne vont pas au delà de cinq ans. Dans ce contexte, nous préconisons aux états, à l'instar des autres marchés, de procéder à l'émission des obligations à maturité plus longues.

Toutefois, nous sommes conscients que certaines reformes au niveau même de la gouvernance de nos états en termes de législation et de politique économique s'avère nécessaires avant le passage à l'émission d'obligations à dix ans de maturité par exemple. De plus, aucune de ses reformes, devant aboutir sur le développement du marché obligataire, ne saurait réussir sans une stabilité politico-sociale dans la région.

Mots clés : Marché secondaire – Obligations – Développement – Reforme

Abstract

WAEMU's Bond Secondary Market Development Problematics

Meanwhile, westerns countries have many difficulties about their financial market, in relation with their high maturities, Africans countries; particularly West Africans countries are still waiting for the development of theirs market.

From this perspective, our study is concerned WAEMU's bonds secondary market.

In fact, by a comparative approach of the working and the performances between the WAEMU's and the MOROCCO market, the upshot is the quasi similarity of the both at the working level.

The evidence is that the structure of the WAEMU's market structure is not responsible of his slow development. And quite the reverse, it is perfectly adapted to the actually world context, if we refers to the fact that the MOROCCO market is considered as one of the most mature market in AFRICA.

Nevertheless, the WAEMU's authorities must manage the market in innovating and diversifying the product offer.

Actually, in our market which is well-advised to supply states long term fund needs, companies and even local authorities of the zone, the bond issues don't overtake the five years. In this situation, we recommend to the different states, to issue bonds with more long terms maturity.

However, we know that some reforms are needed, at the level of these states, as regards of legislation, economic policies, before being able to issue ten years bonds for example.

All more, any reforms in the sense of the development of the secondary bonds market will success without sociopolitical stability in the West African area.

Keywords: Secondary Market – Bonds – Development – Reforms