

Pour un fonds communautaire d'émissions obligataires

Février 2020

NOTE DE RECHERCHE

No.6

Anouar HASSOUNE

Anouar.hassoune@rating-africa.org

+221 33 824 60 14 | +221 77 791 02 39

Hamza HAJI

hamza.haji@rating-africa.org

+221 33 824 60 14 | + 221 77 392 78 27

Pour un fonds communautaire d'émissions obligataires

Une fois n'est pas coutume : dans cet article, nous formulons une recommandation. Une agence de notation n'est pas sensée recommander quoi que ce soit ; mais aujourd'hui, nous faisons une exception à ce « devoir de réserve analytique », aux fins de proposer aux Etats membres de l'UEMOA une solution élégante et utile à la question de la gestion de la dette souveraine dans la sous-région. Cette proposition est d'autant plus légitime que i) les notations de notre portefeuille existant n'en sont pas impactées, ii) le sujet est tout aussi excitant que passionnant, iii) il existe des enjeux de notation futurs, et iv) les bienfaits collectifs sont potentiellement considérables.

Il s'agit de suggérer la constitution d'un Fonds Ouest-africain de Gestion Obligataire Souveraine (FOGOSO). La sous-région de l'UEMOA, comme l'indique son acronyme, est une union tant économique que monétaire, avec sa devise et ses critères de convergence. Très bien. Mais ce n'est pas (encore) une union budgétaire, ni une union de politique économique structurelle, ni une union militaire, ni (a fortiori) une union politique. Ses traités, cela dit, encouragent ses huit Etats membres à davantage d'« approfondissement » de l'Union, vers la mutualisation incrémentale de leurs politiques... Eh bien commençons par la dette ! Aujourd'hui, chaque Etat membre pilote son propre programme de dette publique, au prix d'une demande inégale pour leurs titres obligataires souverains et de taux d'intérêt parfois exorbitants. Il est vrai que leurs niveaux de risques respectifs, mesurés par leurs notations, diffèrent aussi de manière polarisée. Le FOGOSO que nous appelons de nos vœux peut constituer un instrument puissant de correction de ces divergences sentées être anormales dans une union économique et monétaire.

Le principe

L'Union fait la force. L'adage est presque devenu une tautologie. Mais c'est vrai : à plusieurs, nous sommes forcément plus forts que tout seuls. En ce qui concerne la dette, une explication s'impose, et elle contient forcément un contenu technique. Alors expliquons-nous. Lorsque les Etats membres de l'UEMOA émettent des obligations souveraines en devise locale (le franc CFA), et plus encore en devises internationales, les primes de risque qui leur sont appliquées (i.e. les taux d'intérêt annuels qu'ils paient) sont très étroitement liées (i.e. corrélées) à leurs niveaux de risques de crédit, tels que mesurés, respectivement, par leurs notations en devise locales et en devises internationales. En devises internationales notamment, ces notations restent encore aujourd'hui relativement faibles ; en devise locale, elles sont disparates. Que veut dire « faible » dans le langage de la notation en devises internationales ? Une échelle de notation se présente sous la forme suivante : AAA (le plus élevé), AA, A, BBB, BB, B,

CCC, CC, C et D (le plus faible, signifiant « défaut »). Chacune de ces catégories de notes peut contenir des « modificateurs » sous la forme de « + » et de « - », sauf les catégories AAA, CC, C et D. Par exemple, un émetteur noté dans la catégorie BBB, peut être noté « BBB+ », « BBB » (sans modificateur) ou « BBB- ». Pour qu'une émission obligataire souveraine en devises internationale (USD ou EUR notamment) puisse être parée d'un taux d'intérêt attractif (i.e. faible et compétitif), il faut que cette émission reçoive une notation minimale de « BBB- » : on dit qu'elle est « en grade d'investissement », tandis que les autres sont « en grade spéculatif » et portent des taux (très) élevés. En UEMOA, aucun Etat membre ne se situe en grade d'investissement eu égard à leurs notations en devises internationales : la plupart se placent dans les catégories « B » et « BB ». Que veut dire « disparate » pour les émissions en devise locale ? Cela veut dire que les notes souveraines en FCFA dans la sous-région sont très diverses et, somme toute, polarisées entre des risques-pays faibles et des risques-pays relativement élevés, attirant des primes de risque/taux d'intérêt dont les écarts peuvent être importants entre les Etats membres de l'UEMOA.

Le FOGOSO serait noté en grade d'investissement sur l'échelle internationale, et très certainement AAA en franc CFA. En tant qu'institution multilatérale constituée par traité, n'ayant pas pour objectif la maximisation du profit mais la poursuite d'une mission d'intérêt général et détenue par les Etats membres et/ou la BCEAO et disposant de fonds propres importants, le FOGOSO disposerait de tous les critères pour que les agences de notation internationales et régionales le considèrent comme la toute meilleure contrepartie de la sous-région. Il existe d'ailleurs un précédent : la Banque Ouest-Africaine de développement ou BOAD. Moody's note la BOAD Baa1/Stable sur son échelle internationale en devises, ce qui équivaut à une notation de BBB+. Sur son échelle régionale en FCFA, WARA dispose d'une notation non-sollicitée de la BOAD de AA+/Stable, soit un seul cran avant d'atteindre le Graal du AAA, et de iBB+/Stable sur son échelle internationale. Le FOGOSO, qui ne serait pas une banque de développement mais qui reprêterait l'intégralité des fonds levés par voie obligataire à ses Etats membres, porterait moins de risques de crédit à son actif et serait donc éligible au AAA en devise régionale et à une notation en grade d'investissement sur l'échelle internationale. Aussi, les taux d'intérêt que le FOGOSO serait susceptible de payer sur ses obligations seraient les plus bas du marché, hors taux concessionnels s'entend.

Quel fonctionnement, pour quels bienfaits ?

Le FOGOSO serait une caisse d'émission obligataire mutualisée. Le bilan du FOGOSO serait d'une très grande simplicité. A son passif, il n'y aurait de deux classes de financement et de refinancement : ses fonds propres (significatifs en taille) et ses émissions obligataires (allant de maturités courtes inférieurs à 360 jours aux maturités

longues supérieures à 20 ans, sous forme conventionnelle et de sukuk). A son actif, il n'y aurait que deux classes d'actifs : un portefeuille de placement ayant valeur de poche de liquidité pour sa gestion actif-passif (ALM) et un portefeuille de créances souveraines. En d'autres termes, le FOGOSO ne prêterait qu'aux Etats membres. Le FOGOSO agirait donc comme un fonds commun de titrisation de créances souveraines, mais avec des fonds propres. Son programme d'émissions obligataires épouserait étroitement les besoins de financement pluriannuels de ses Etats membres, dans une gestion dynamique de la dette publique sous-régionale. En outre, le FOGOSO pourrait venir en aide, dans des situations de choc asymétrique, à un Etat membre en difficulté. Ses actionnaires seraient les Etats membres et la BCEAO. Son Conseil d'Administration serait composé des Ministres des finances des Etats membres et du Gouverneur de la BCEAO. Son Conseil de Planification de la Dette Communautaire (ou « Debt Management Office » DMO en anglais) serait composé des Directeurs Généraux du Trésor des huit Etats membres. Il est au demeurant tout à fait imaginable d'organiser l'évolution institutionnelle de l'Agence UMOA-Titres (AUT), qui accompagne les Etats membres dans leur processus de gestion de leurs émissions obligataires, vers une structure de type FOGOSO. Mutualisation, coordination et solidarité seraient ses maîtres-mots : mutualisation de la dette ; coordination des plans pluriannuels d'endettement et d'investissements publics ; solidarité actionnariale et co-garantie solidaire des Etats membres du Fonds pour maximiser sa notation tant internationale que régionale.

Les bienfaits seraient considérables. Tous seuls, les Etats membres de l'UEMOA continuent d'emprunter trop cher. Le FOGOSO empruntera à de bien meilleures conditions, et prêtera donc aux Etats membres en reflétant ces meilleurs taux d'intérêt. On peut imaginer un mécanisme selon lequel le FOGOSO prête aux Etats membres à des taux d'intérêt d'autant plus compétitifs que ces Etats membres respectent les cinq critères de convergence de l'UEMOA. Si par exemple un Etat membre respecte ces cinq critères de convergence, son taux d'emprunt auprès du FOGOSO serait tout proche du taux d'emprunt du FOGOSO auprès du marché obligataire pour une maturité donnée, le différentiel de taux (ou « *excess spread* ») restant minimal. Si en revanche, ces critères de convergence ne sont pas respectés, le FOGOSO modulerait l'*excess spread* en fonction du nombre de critères non respectés entre un minimum (le taux du FOGOSO) et un maximum (le taux de l'Etat hors FOGOSO). Le FOGOSO capitaliserait cet *excess spread* pendant toute la durée du non-respect des critères, mais les reverserait à l'Etat, *ex post*, une fois les critères de convergence atteints. Il y aurait donc des effets incitatifs à une saine gestion macroéconomique. Les *excess spreads* capitalisés seraient déposés auprès d'institutions de développement comme la BOAD ou le Fonds de Solidarité Africain par exemple. L'UEMOA disposerait aussi, avec le FOGOSO, d'un fonds mutualisé capable de traiter les situations d'urgence pour soutenir financièrement un Etat membre en difficulté qui aurait subi un choc idiosyncratique, i.e. asymétrique, comme une

catastrophe naturelle, une période post-conflit ou tout autre épisode douloureux. Le FOGOSO pourrait aussi fournir des garanties aux Etats membres ou aux projets que ces derniers initient. Le FOGOSO pourraient émettre des sukuk (ou obligations islamiques) pour diversifier ses sources de financement, des instruments de court terme pour la gestion dynamique de la liquidité des banques sous-régionale, et titriser une partie de ses créances souveraines pour économiser ses fonds propres... le tout au meilleur prix, i.e. au meilleur taux.

Un précédent : le cas du FESF en Union européenne

La mutualisation de la dette souveraine n'est pas un phénomène nouveau. Au lendemain de la crise financière dite des « *subprimes* », plusieurs Etats de l'Union européenne, dont la Grèce, se sont retrouvés dans une situation d'illiquidité telle que leur accès au marché obligataire était devenu en pratique impossible. Après deux ans d'un travail institutionnel minutieux, le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) a vu le jour le 9 mai 2010. Communément appelé « Fonds de secours européen », le FESF est un fonds de stabilisation, sous la forme d'un fonds commun de créances, approuvé par les 27 États membres de l'UE, visant à préserver la stabilité financière en Europe en fournissant une assistance financière aux États de la zone euro en difficulté économique. Le FESF a son siège à Luxembourg, où la Banque européenne d'investissement (BEI) fournit les services de gestion administrative, de trésorerie et d'ALM dans le cadre d'un contrat de service. Le FESF est noté AA+ par Standard & Poor's sur son échelle internationale, et peut donc emprunter à de bien meilleures conditions de taux que tous les Etats membres dont les notations sont inférieures à AA+, c'est-à-dire la plupart. Certains Etats membres de l'UE fournissent des engagements de garantie solidaire au FESF, ce qui lui permet d'atteindre une note presque maximale. Bras armé du Mécanisme Européen de Stabilité (MES), le FESF a reçu des garanties solidaires de 780 milliards d'euros de ses Etats membres et peut emprunter, le long d'un continuum de maturités exhaustif, jusqu'à 1000 milliards d'euros. Outre la Grèce, le FESF a piloté le sauvetage de l'Irlande et du Portugal.

Tandis que le FESF a une vocation temporaire, le FOGOSO devrait être permanent. L'UE a lancé le MES et le FESF en pleine tourmente, dans l'urgence et avec un nombre de garants souverains (17) inférieur au nombre d'Etats membres de l'UE (27). Ces arrangements institutionnels et de refinancement des Etats membres n'avaient pas été pensés *a priori*, mais au contraire ont été mis en place pour répondre à une situation inattendue, prenant l'UE de cours dans la phase de contagion aux Etats de la crise des *subprimes*. En UEMOA, la conjoncture économique actuelle est plutôt favorable, avec des taux d'inflation sous contrôle, un endettement public modéré, des taux de croissance robustes et des déficits budgétaires en amélioration. C'est au cours

de ces épisodes favorables qu'il s'agit de mettre en place des mécanismes de gestion des risques de refinancement sains et durables, et non pas pendant les épisodes de stress. A notre avis, c'est maintenant que les conditions macroéconomiques conjoncturelles sont favorables que le FOGOSO devrait commencer à être discuté par les autorités communautaires et nationales de la sous-région, en coordination avec les entités de la place financière ouest-africaine à savoir : la BRVM, le CREPMF, les SGI, les banques et, bien entendu, les agences de rating. Symboliquement, au moment où le franc CFA doit laisser la place à l'ECO, cela lancerait le signal que l'UEMOA peut désormais prendre son destin monétaire et obligataire en main, en toute indépendance coopérative et solidaire.





W A R A

© 2020 Emerging Markets Ratings (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

La notation de crédit est une opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur à faire face au remboursement de ses obligations financières, et non une quelconque appréciation de la valeur des actions de cet émetteur. Il est rappelé qu'il peut être risqué pour un investisseur de fonder sa décision d'investissement sur la seule notation de crédit.

La compréhension des méthodologies et échelles propres à WARA est essentielle pour mesurer la portée des opinions présentées dans les rapports. Il est vivement recommandé aux lecteurs des rapports de se rapprocher de WARA aux fins d'en obtenir copie.

Toutes les informations contenues dans nos rapports ont été obtenues à partir de sources considérées comme fiables. Cependant, étant donné la possibilité d'erreurs humaines ou d'autres aléas, toute information est présentée « en l'état » et sans aucune garantie que ce soit. WARA met tous les moyens à sa disposition pour vérifier la qualité de l'information utilisée pour délivrer une notation. WARA n'étant pas un réviseur de comptes, aucune garantie d'exhaustivité ne peut être fournie. En aucun cas WARA ne pourrait être tenu responsable et redevable à une personne ou une entité pour une quelconque perte réalisée suite à l'émission d'un de ses rapports ; chaque utilisateur de nos rapports est pleinement responsable de l'interprétation qu'il fera des opinions présentées. Ce rapport ne constitue en aucun cas un conseil de vendre, garder ou acheter un quelconque titre de créance.