

**Stratégie d'émission des titres publics et coût de financement du Trésor en
République Démocratique du Congo (2019-2023) : diversification des
instruments, arbitrage coût-risque de refinancement et contraintes de
marché**

**Public Securities Issuance Strategy and Treasury Financing Costs in the
Democratic Republic of the Congo (2019–2023): Instrument Diversification,
Cost–Refinancing Risk Trade-offs, and Market Constraints**

Bapebabo Ilunga Danny

Chef des Travaux à l'Université Technologique Bel Campus
Doctorant à l'Université de Kinshasa, République Démocratique du Congo

Lumonansoni Makwala Félix

Professeur des Universités
Université de Kinshasa, République Démocratique du Congo

Ngonga Nzinga Vincent

Professeur des Universités
Université de Kinshasa, République Démocratique du Congo

Lusilao Lungela Josué

Professeur
Université de Kinshasa, République Démocratique du Congo

Date de soumission : 11/04/2026

Date d'acceptation : 04/06/2026

Pour citer cet article :

Bapebabo, I. D. & al. (2026) « Stratégie d'émission des titres publics et coût de financement du Trésor en République Démocratique du Congo (2019-2023) : diversification des instruments, arbitrage coût-risque de refinancement et contraintes de marché », Revue Française d'Économie et de Gestion « Volume 7 : Numéro 6 », pp : 382- 407.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons
Attribution License 4.0 International License



Résumé

La relance du marché intérieur des titres publics en République Démocratique du Congo, à partir d'octobre 2019, marque la troisième expérience d'émission de titres publics dans l'histoire économique du pays, après une première expérience durant la période coloniale et une deuxième phase engagée dans les années 1983-1985, puis abandonnée au cours des années 1990. Cette nouvelle phase s'inscrit dans une volonté de diversifier les sources de financement du Trésor, de réduire la dépendance aux mécanismes traditionnels de financement public et de structurer progressivement un marché domestique de la dette. Entre 2019 et 2023, le Trésor congolais a élargi la gamme des instruments émis, en passant des bons du Trésor en francs congolais aux titres indexés, puis aux bons et obligations libellés en dollars américains. Cette diversification s'est accompagnée d'une hausse sensible de l'encours, passé de 112 milliards de CDF à fin 2019 à 1 428,76 milliards de CDF à fin décembre 2023, sans pour autant garantir, à elle seule, une amélioration complète de l'efficacité du financement public.

Cet article analyse la stratégie d'émission des titres publics du Trésor congolais sur la période 2019-2023, en interrogeant sa capacité à concilier diversification des instruments, maîtrise du coût de financement et gestion du risque de refinancement. L'étude adopte une démarche mixte à dominante quantitative. Le premier niveau d'analyse est institutionnel et descriptif. Il porte sur l'évolution du cadre réglementaire, des instruments émis, des encours et de la structure des investisseurs. Le second niveau est statistique. Il mobilise des données mensuelles afin d'identifier les déterminants du taux moyen pondéré des adjudications, retenu comme indicateur du coût de financement du Trésor.

Les résultats montrent que la stratégie d'émission a effectivement favorisé une diversification progressive des instruments et une augmentation sensible du volume des opérations du marché domestique des titres publics. Toutefois, cette transformation demeure contrainte par la faible profondeur du marché, la domination des banques commerciales, l'animation limitée du marché secondaire et la participation encore réduite des investisseurs non bancaires. Les estimations statistiques indiquent que le coût des émissions est principalement déterminé par les conditions monétaires internes, en particulier le taux directeur et l'inflation. Le taux de change exerce un effet positif plus modéré, tandis que le taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) présente un effet significatif dont l'interprétation doit rester prudente. La variable d'indexation ne ressort pas comme un déterminant autonome robuste dans la spécification complète. Ces résultats suggèrent que la diversification instrumentale constitue une avancée réelle, mais qu'elle ne suffit pas encore à stabiliser pleinement l'arbitrage entre coût de financement, profondeur du marché et risque de refinancement.

Mots-clés : titres publics ; stratégie d'émission ; coût de financement ; risque de refinancement ; dette intérieure ; République Démocratique du Congo.

Abstract

The revival of the domestic public securities market in the Democratic Republic of the Congo, starting in October 2019, represents the country's third experience with public securities issuance, following an initial experience during the colonial period and a second phase launched in 1983-1985 before being abandoned in the 1990s. This new phase reflects the Treasury's attempt to diversify public financing sources, reduce reliance on traditional funding mechanisms, and gradually structure a domestic debt market. Between 2019 and 2023, the Congolese Treasury broadened the range of instruments issued, moving from Treasury bills denominated in Congolese francs to indexed securities, then to Treasury bills and bonds denominated in U.S. dollars. This diversification was accompanied by a substantial increase in outstanding securities, from CDF 112 billion at the end of 2019 to CDF 1,428.76 billion at the end of December 2023, without necessarily ensuring, by itself, a full improvement in public financing efficiency.

This article analyzes the public securities issuance strategy of the Congolese Treasury over the 2019-2023 period, with a focus on its capacity to reconcile instrument diversification, financing cost control, and refinancing risk management. The study adopts a mixed approach with a quantitative emphasis. The first level of analysis is institutional and descriptive. It examines the evolution of the regulatory framework, issued instruments, outstanding amounts, and investor structure. The second level is statistical. It uses monthly data to identify the determinants of the weighted average yield on Treasury auctions, used as an indicator of the Treasury's financing cost.

The results show that the issuance strategy effectively supported a gradual diversification of instruments and strengthened the role of the domestic public securities market. However, this transformation remains constrained by limited market depth, the dominance of commercial banks, weak secondary market activity, and the still limited participation of non-bank investors. The statistical estimates indicate that issuance costs are mainly driven by domestic monetary conditions, particularly the policy rate and inflation. The exchange rate has a more moderate positive effect, while the Federal Reserve rate shows a significant effect whose interpretation should remain cautious. The indexation variable does not appear as a robust autonomous determinant in the full specification. These findings suggest that instrument diversification represents a real step forward, but it is not yet sufficient to stabilize the trade-off between financing cost, market depth, and refinancing risk.

Keywords: public securities; issuance strategy; financing cost; refinancing risk; domestic debt; Democratic Republic of the Congo.

Introduction

La stratégie d'émission des titres publics constitue un levier central de financement de l'État. Elle ne se limite pas à la mobilisation de ressources budgétaires. Elle engage aussi des choix relatifs à la maturité des titres, à leur devise, à leur coût, au risque de refinancement et à la capacité réelle du marché à absorber les émissions. Dans la littérature sur la gestion de la dette souveraine, l'efficacité d'une stratégie d'émission s'apprécie à partir d'un arbitrage permanent entre minimisation du coût et maîtrise des risques associés à la dette publique, notamment les risques de taux d'intérêt, de change et de refinancement (Missale, 1999 ; Cassard & Folkerts-Landau, 1997). Cette exigence devient plus sensible dans les économies où le marché domestique de la dette reste en construction, car le Trésor ne choisit pas ses instruments dans un environnement pleinement concurrentiel. Il compose avec la profondeur du marché, la structure des investisseurs, les contraintes de liquidité et le degré de confiance dans la monnaie nationale.

En République Démocratique du Congo, l'émission des titres publics s'inscrit dans une trajectoire discontinue. Une première expérience remonte à la période coloniale. Elle n'a pas été durablement maintenue après l'indépendance. Une deuxième phase a été engagée durant les années 1983-1985, avant d'être abandonnée au cours des années 1990. La troisième expérience, encore opérationnelle, a été relancée à partir d'octobre 2019. Cette reprise marque une rupture dans les modalités de financement du Trésor congolais. Elle traduit la volonté de diversifier les sources de financement public, de réduire la dépendance à certains mécanismes traditionnels et de structurer progressivement un marché intérieur des valeurs du Trésor en pleine croissance. Depuis cette relance, le marché congolais des titres publics a connu une diversification graduelle. Il a d'abord été centré sur les bons du Trésor en francs congolais. Il s'est ensuite élargi aux titres indexés, puis aux bons du Trésor et aux obligations du Trésor libellés en dollars américains. Cette évolution a été accompagnée par une hausse importante de l'encours, passé de 112 milliards de CDF à fin 2019 à 1 428,76 milliards de CDF à fin décembre 2023 (Ministère des Finances, 2025). Cette progression montre que le marché domestique est devenu un canal plus visible du financement public. Toutefois, elle ne suffit pas à établir l'efficacité complète de la stratégie d'émission.

Le problème de recherche réside précisément dans cet écart entre diversification instrumentale et efficience effective du financement public. L'introduction de nouveaux instruments peut améliorer l'offre de titres, mais elle ne garantit pas nécessairement une réduction du coût de financement, une meilleure gestion du risque de refinancement ou un approfondissement réel

du marché. Dans le cas congolais, plusieurs contraintes demeurent visibles. Le marché reste peu profond. Le segment secondaire est faiblement animé ; il se dénoue principalement en bilatéral, par manque, notamment, d'infrastructures financières appropriées. La base des investisseurs reste concentrée autour des banques commerciales. La participation des investisseurs non bancaires demeure limitée. Cette configuration réduit la concurrence lors des adjudications et limite la capacité du marché à produire une courbe de taux pleinement lisible. Ces éléments rejoignent les analyses selon lesquelles le développement d'un marché domestique de dette publique dépend de la diversification des investisseurs, de la transparence du calendrier d'émission, de la qualité des infrastructures de marché et de la liquidité du segment secondaire (Mu, Phelps, & Stotsky, 2013).

Dans ce contexte, l'enjeu scientifique n'est pas seulement de constater que le Trésor congolais a multiplié les catégories de titres publics entre 2019 et 2023. Il s'agit plutôt d'apprécier si cette stratégie a permis de concilier trois exigences : diversifier les instruments de financement, maîtriser le coût supporté par le Trésor et limiter la vulnérabilité au risque de refinancement. Cette interrogation suppose également d'identifier les variables macrofinancières qui influencent le coût des émissions. Le taux directeur, l'inflation, le taux de change, le taux de la Réserve fédérale américaine et l'introduction des titres indexés constituent, à cet égard, des variables pertinentes pour analyser la formation du taux moyen pondéré des adjudications.

La question centrale de cette recherche peut donc être formulée ainsi : dans quelle mesure la stratégie d'émission des titres publics adoptée par le Trésor congolais entre 2019 et 2023 a-t-elle permis de concilier diversification des instruments, maîtrise du coût de financement et gestion du risque de refinancement ?

L'objectif général de cet article est d'analyser l'évolution de la stratégie d'émission des titres publics en République Démocratique du Congo pendant la période sous observation, en appréciant ses effets sur la diversification des instruments et sur le coût de financement du Trésor. Plus spécifiquement, l'étude poursuit deux objectifs. Le premier objectif consiste à examiner la transformation institutionnelle et opérationnelle du marché congolais des titres publics depuis sa relance. Le second objectif vise à identifier les principaux déterminants du taux moyen pondéré des adjudications, retenu comme indicateur du coût de financement du Trésor.

Consécutivement à ce double objectif, nous avons retenu deux hypothèses. La première hypothèse est de nature institutionnelle : la stratégie d'émission du Trésor congolais entre 2019 et 2023 aurait favorisé une diversification progressive des instruments, sans fondamentalement

contribuer à un approfondissement total du marché domestique des titres publics. La seconde hypothèse est de nature statistique : le coût de financement du Trésor, mesuré par le taux moyen pondéré des adjudications, serait principalement influencé par les conditions monétaires et macrofinancières, notamment le taux directeur, l'inflation et le taux de change.

Compte tenu des objectifs de cette recherche, l'étude combine deux niveaux d'analyse dont le premier est institutionnel et descriptif : il porte sur l'évolution du cadre réglementaire, des instruments émis, des encours et de la base d'investisseurs. Le second niveau d'analyse est statistique : il mobilise des données mensuelles afin d'identifier les déterminants du taux moyen pondéré des émissions.

L'article est structuré en cinq sections. La première présente la revue de la littérature théorique sur la stratégie d'émission des titres publics. La deuxième examine le contexte institutionnel et réglementaire du marché congolais. La troisième expose la méthodologie de la recherche. La quatrième présente les résultats de l'étude. La cinquième est consacrée à la discussion des résultats.

1. Revue de la littérature

1.1. Gestion de la dette souveraine et arbitrage coût-risque

La stratégie d'émission des titres publics s'inscrit dans le champ de la gestion de la dette souveraine. Elle ne se limite pas à la mobilisation de ressources destinées à couvrir les besoins budgétaires de l'État. Elle renvoie aussi à des choix relatifs aux maturités, aux devises, aux instruments, au calendrier d'émission et au profil de remboursement. Dans cette perspective, le Trésor cherche à obtenir les ressources nécessaires au financement public, tout en limitant le coût supporté et les risques associés à la dette.

La littérature spécialisée considère que la gestion de la dette publique repose sur un arbitrage permanent entre coût et risque. Missale (1999) montre que la recherche du coût le plus faible à court terme peut accroître l'exposition future de l'État au risque de refinancement. Des titres à maturité courte peuvent réduire le coût apparent des émissions. Toutefois, ils obligent le Trésor à renouveler fréquemment sa dette. Cette situation augmente sa vulnérabilité lorsque les conditions de marché deviennent moins favorables. À l'inverse, l'allongement des maturités peut réduire la fréquence des refinancements, mais il peut aussi renchérir le coût des émissions lorsque les investisseurs exigent une prime de durée plus élevée.

L'arbitrage coût-risque de refinancement constitue donc le noyau analytique de toute stratégie d'émission. L'objectif n'est pas seulement de lever des fonds. Il consiste à construire une structure de dette compatible avec la soutenabilité budgétaire, la stabilité macroéconomique et

la capacité du marché à absorber les titres proposés. Cassard et Folkerts-Landau (1997) insistent, dans cette logique, sur la nécessité de considérer la dette publique comme un portefeuille exposé à plusieurs risques. Les choix entre titres courts et titres longs, entre monnaie nationale et devise étrangère, ou entre instruments classiques et instruments indexés, modifient directement le profil de risque supporté par l'État.

Dans les économies où le marché domestique de la dette reste en construction, cet arbitrage devient plus contraignant. Le Trésor ne choisit pas librement une structure optimale de dette. Il compose avec la profondeur du marché, la liquidité disponible, la structure des investisseurs, la confiance dans la monnaie nationale et les conditions macrofinancières. La stratégie d'émission devient alors un instrument de financement, mais aussi un important levier de structuration progressive du marché domestique.

Dans le cas de la République Démocratique du Congo, cette lecture est particulièrement pertinente. La relance des émissions depuis octobre 2019 a ouvert une nouvelle phase de financement par le marché intérieur. Toutefois, cette relance intervient dans un environnement marqué par une profondeur limitée du marché, une forte présence des banques commerciales et une sensibilité aux conditions monétaires et de change. L'analyse de la stratégie d'émission ne peut donc pas se limiter à l'augmentation de l'encours ou à la multiplication des instruments. Elle doit apprécier la capacité réelle du Trésor à concilier diversification des ressources, maîtrise du coût de financement et réduction du risque de refinancement.

1.2. Structure du marché et capacité d'absorption des émissions

La stratégie d'émission dépend étroitement de la structure du marché domestique. Un marché profond permet à l'État de mobiliser des ressources plus importantes, sur des maturités plus diversifiées, dans des conditions plus concurrentielles. Il favorise aussi la formation d'une courbe de taux de référence. Cette courbe est utile pour le financement public, pour la politique monétaire et pour le développement du marché financier. À l'inverse, un marché étroit limite la capacité d'absorption des émissions, accroît le coût exigé par les investisseurs et réduit la marge de manœuvre du Trésor.

Les travaux consacrés au développement des marchés domestiques de dette publique montrent que plusieurs conditions sont nécessaires. La stabilité macroéconomique, la régularité des émissions, la transparence du calendrier d'adjudication, l'existence d'infrastructures fiables, la qualité du dépositaire central et la diversification des investisseurs constituent des variables essentielles. Mu, Phelps et Stotsky (2013) montrent, dans le cas des marchés obligataires africains, que le développement du marché ne dépend pas uniquement du volume des émissions.

Il dépend aussi de la capacité du système financier à absorber les titres, à les échanger et à en assurer une valorisation crédible.

La structure des investisseurs occupe ici une place centrale. Lorsque les banques commerciales dominent le marché, elles peuvent assurer une première capacité d'absorption des émissions. Leur présence permet au marché primaire de fonctionner. Toutefois, cette domination peut aussi révéler une profondeur limitée. Elle réduit la concurrence lors des adjudications. Elle concentre la détention des titres. Elle peut également freiner l'animation du marché secondaire lorsque les banques conservent les titres jusqu'à l'échéance. Dans une telle configuration, le marché fonctionne, mais il ne dispose pas encore des caractéristiques d'un marché profond et liquide. L'élargissement de la base des investisseurs devient donc une condition de maturation. La participation des compagnies d'assurance, des fonds de pension, des organismes de placement collectif, des entreprises et des ménages peut renforcer la demande, diversifier les profils de placement et améliorer la liquidité du marché. Cette diversification de la demande réduit la dépendance du Trésor à un groupe restreint d'investisseurs. Elle peut aussi améliorer la concurrence et contribuer à une meilleure formation des taux.

Dans le cas congolais, la diversification des instruments doit être interprétée avec prudence. Le passage des bons du Trésor en monnaie nationale aux titres indexés, puis aux titres libellés en dollars américains, traduit une adaptation progressive de l'offre d'instruments en fonction de la demande du marché et des besoins de financement de l'émetteur. Toutefois, cette évolution ne prouve pas, à elle seule, un approfondissement complet du marché. Le bulletin du ministère des Finances (septembre 2025) indique que le marché demeure peu profond, faiblement animé sur le segment secondaire et largement dominé par les banques commerciales. Cette configuration limite la portée de la diversification instrumentale. Elle impose d'analyser la stratégie d'émission non seulement à partir des titres proposés, mais aussi à partir des conditions effectives de leur placement.

1.3. Variables macrofinancières et formation du taux moyen pondéré

Le coût des émissions dépend également de l'environnement macrofinancier. Le taux moyen pondéré des adjudications ne résulte pas uniquement des caractéristiques propres des titres publics. Il traduit aussi les anticipations des investisseurs, les conditions monétaires, les tensions inflationnistes, les risques de change et les conditions financières externes. Dans un marché encore en construction, ces variables peuvent exercer une influence importante sur le rendement exigé par les souscripteurs.

Le taux directeur constitue, à cet égard, une variable centrale dans la formation du coût de financement. Il représente le signal principal de la politique monétaire. Lorsqu'il augmente, les investisseurs peuvent exiger des rendements plus élevés sur les titres publics afin de préserver l'attractivité relative de leurs placements. Cette relation est particulièrement importante dans un marché dominé par les banques commerciales, car ces dernières arbitrent entre leurs placements en titres publics, la détention de devises, leurs conditions de liquidité et les autres opportunités financières disponibles. Le taux directeur peut ainsi agir comme une référence implicite dans la détermination du taux moyen pondéré.

L'inflation constitue un autre déterminant important. En période de hausse du niveau général des prix, les investisseurs cherchent à protéger le rendement réel de leurs placements. Ils peuvent alors exiger une rémunération nominale plus élevée. Cette exigence accroît le coût de financement du Trésor. L'inflation agit ainsi comme un facteur d'érosion monétaire, mais aussi comme un indicateur de risque macroéconomique. Son effet peut être direct, lorsque les investisseurs l'intègrent dans leurs offres. Il peut aussi être indirect, lorsqu'elle conduit la Banque centrale à modifier son taux directeur.

Le taux de change joue également un rôle important, surtout dans les économies caractérisées par une forte dollarisation. Une dépréciation de la monnaie nationale peut accroître la prime exigée sur les titres émis en monnaie locale. Elle peut aussi renforcer la préférence des investisseurs pour les titres indexés ou libellés en devise. Dans ce cas, le taux de change influence à la fois le coût des émissions et la composition de la demande. Les travaux consacrés à la dollarisation en RDC soulignent que les comportements monétaires et financiers restent fortement sensibles à l'évolution du taux de change, ce qui justifie son intégration dans l'analyse du coût des titres publics (Ngonga & Mususa, 1999).

Le taux de la Réserve fédérale américaine, en abrégé taux Fed, peut aussi être retenu comme variable d'environnement externe. Son effet sur le marché des titres publics congolais ne doit pas être interprété de manière mécanique. La RDC ne dispose pas d'un marché financier pleinement intégré aux marchés internationaux. Toutefois, dans une économie fortement extravertie et référencée au dollar américain, les conditions financières internationales peuvent influencer les arbitrages de portefeuille et la perception des rendements relatifs. Cette variable permet donc d'introduire une dimension externe dans l'analyse du taux moyen pondéré.

Enfin, l'indexation des titres constitue une réponse possible aux risques de change et d'érosion monétaire. Elle peut améliorer l'attractivité des émissions en offrant aux investisseurs une protection nominale partielle. Toutefois, son effet sur le coût de financement n'est pas

nécessairement univoque. L'indexation peut soutenir la demande et faciliter le placement des titres. Mais elle peut également transférer une partie du risque vers le Trésor, notamment lorsque les remboursements deviennent sensibles aux variations du taux de change. Son impact doit donc être apprécié empiriquement.

Au total, la littérature permet de retenir trois angles d'analyse pour le cas congolais. Le premier angle concerne l'arbitrage coût-risque de refinancement propre à la gestion de la dette souveraine. Le deuxième angle porte sur la profondeur du marché et la capacité d'absorption des émissions. Le troisième angle renvoie aux variables macrofinancières qui influencent le taux moyen pondéré. Cette grille permet d'examiner la stratégie d'émission du Trésor congolais sans réduire l'analyse à la simple diversification des instruments.

2. Contexte institutionnel et réglementaire du marché des titres publics en République Démocratique du Congo

2.1. La relance du marché domestique des titres publics

La relance du marché intérieur des titres publics en République Démocratique du Congo, en octobre 2019, a marqué une rupture dans les modalités de financement du Trésor. Après plus d'une décennie d'interruption, l'État a réintroduit progressivement les valeurs du Trésor afin de diversifier ses sources de financement et de réduire sa dépendance à d'autres modes de mobilisation des ressources. Cette reprise s'est d'abord appuyée sur un seul instrument, le bon du Trésor en monnaie nationale, avant de s'élargir progressivement à d'autres catégories de titres, notamment les bons du Trésor en francs congolais indexés, les bons du Trésor en dollars américains, les obligations du Trésor indexées et les obligations du Trésor en dollars américains.

Cette évolution s'est accompagnée d'une forte progression de l'encours, passé de 112 milliards de CDF à fin 2019 à 1 428,76 milliards de CDF à fin décembre 2023. Cette dynamique confirme la montée en importance du marché domestique dans la stratégie de financement du Trésor. Elle traduit aussi une transformation graduelle des pratiques de financement public, davantage orientées vers le recours au marché intérieur.

Cette relance ne doit toutefois pas être réduite à un simple retour technique à l'émission de titres. Elle s'inscrit dans une perspective plus large de réforme des finances publiques et de gestion plus active de la dette intérieure. En ce sens, la reprise des adjudications traduit une évolution de la logique de financement public, désormais davantage articulée autour du marché de la dette intérieure, dans un contexte marqué par l'encadrement des avances de la Banque Centrale du Congo au Trésor.

2.2. Une diversification progressive des instruments

Entre 2019 et 2023, le marché congolais des titres publics a connu une transformation graduelle de son architecture. Dans une première phase, il est resté centré sur les bons du Trésor en monnaie nationale, avec une participation essentiellement bancaire. À partir de septembre 2020, le périmètre des investisseurs a été formellement élargi à un public plus diversifié, comprenant notamment les investisseurs institutionnels, les fonds de pension et d'autres acteurs non bancaires. Toutefois, cette ouverture n'a pas profondément modifié la structure effective de détention des titres.

À partir de 2021, le Trésor a engagé une diversification plus marquée des instruments. Le lancement des bons du Trésor indexés a introduit une première innovation significative dans un contexte caractérisé par le risque de change. En 2022, cette logique a été prolongée par l'émission d'obligations du Trésor indexées. En 2023, le marché s'est élargi aux titres libellés en dollars américains, à travers les bons du Trésor et les obligations du Trésor en devise. En quatre ans, le marché est ainsi passé d'un dispositif centré sur un seul instrument en monnaie nationale à une gamme plus large comprenant plusieurs catégories de titres.

Cette diversification ne doit cependant pas être interprétée comme le signe d'une transformation pleinement achevée. Elle s'est opérée progressivement, en fonction des réactions du marché, des besoins de financement du Trésor et des contraintes macrofinancières. Elle traduit donc moins une stratégie entièrement stabilisée qu'un processus d'ajustement de l'offre d'instruments aux conditions effectives du marché domestique.

2.3. Un cadre réglementaire moteur de la structuration du marché

La montée en régime du marché des titres publics a été rendue possible par un ensemble de réformes juridiques et réglementaires intervenues entre 2018 et 2023. Le socle de cette architecture repose notamment sur le décret du 11 juin 2018 relatif aux modalités d'émission et de remboursement des bons et obligations du Trésor, sur l'arrêté ministériel du 30 août 2018 en précisant les mesures d'application, ainsi que sur la convention conclue en novembre 2018 entre le ministère des Finances et la Banque Centrale du Congo pour l'exécution opérationnelle du dispositif.

En 2021, le changement de ce dispositif réglementaire a porté sur l'introduction des bons du Trésor et des obligations du Trésor indexés au cours de change indicatif entre le dollar américain et le franc congolais. Ce texte définit les conditions de correction du rendement nominal des montants en capital des titres émis en monnaie nationale consécutivement à la dépréciation du franc congolais.

En 2022, ce cadre a été enrichi par des textes relatifs au paiement des coupons trimestriels et au remboursement par amortissement semestriel des obligations du Trésor en francs congolais indexés et des obligations du Trésor en dollars américains. En 2023, l'arrêté ministériel fixant les règles générales de tenue de la comptabilité des titres financiers en République Démocratique du Congo est venu compléter le dispositif. Ce texte précise les principes applicables aux intermédiaires financiers fournissant des services d'investissement, aux émetteurs, ainsi qu'aux différentes opérations sur titres financiers.

La Banque Centrale du Congo a également joué un rôle central dans l'encadrement opérationnel du marché. À travers plusieurs instructions, elle a contribué à organiser le système de conservation, de règlement et de livraison des titres, à définir le règlement général du marché des valeurs du Trésor et à encadrer les principales activités des participants. Le développement du marché ne repose donc pas seulement sur la décision d'émettre. Il dépend aussi de la mise en place progressive d'une infrastructure réglementaire destinée à sécuriser les opérations, structurer les acteurs et accroître la transparence.

Au-delà de leur fonction normative, ces réformes traduisent une évolution de la finalité de la gestion de la dette intérieure. Elles visent à améliorer l'efficacité des opérations, à favoriser une participation plus large aux adjudications, à réduire le coût d'emprunt, à mieux gérer le risque de refinancement et à contribuer au développement du marché domestique. La diversification instrumentale observée s'inscrit ainsi dans une dynamique institutionnelle plus large de transformation du financement public.

2.4. Portée analytique du contexte réglementaire

Les éléments développés dans cette section montrent que le marché des titres publics en République Démocratique du Congo s'est développé selon une logique de relance progressive, d'élargissement réglementaire et d'innovation instrumentale. Cette évolution ne suffit toutefois pas à conclure à la pleine maturité du marché. D'une part, la diversification des instruments reste fortement pilotée par l'émetteur et appuyée par la Banque Centrale du Congo. D'autre part, elle semble répondre à la fois à des objectifs de structuration du marché et à des contraintes immédiates de financement et de refinancement.

Le contexte institutionnel n'est donc pas un simple décor réglementaire. Il constitue une dimension analytique essentielle. Il éclaire les conditions dans lesquelles la diversification a été rendue possible, mais aussi les limites dans lesquelles elle continue d'évoluer. Dès lors, la stratégie d'émission ne peut être évaluée uniquement à partir du nombre d'instruments introduits ou du niveau de l'encours. Elle doit aussi être appréciée à l'aune de la profondeur

effective du marché, de la stabilité de la base d'investisseurs, de l'animation du segment secondaire et de la sensibilité du coût des émissions aux conditions macrofinancières.

3. Méthodologie de la recherche

3.1. Design de recherche

L'étude adopte un design mixte à dominante quantitative, combinant un volet institutionnel et descriptif à un volet empirique centré sur le coût des émissions. Cette démarche répond à la nature de l'objet étudié. D'un côté, la stratégie d'émission du Trésor s'inscrit dans un cadre réglementaire et organisationnel dont l'évolution doit être restituée. De l'autre, son évaluation suppose d'identifier les facteurs macrofinanciers associés au coût de financement, appréhendé à travers le taux moyen pondéré des adjudications. L'objectif est ainsi de dépasser une lecture purement narrative du marché des titres publics en articulant contexte institutionnel et analyse statistique.

3.2. Périmètre de l'étude et données mobilisées

L'analyse couvre la période d'octobre 2019 à décembre 2023, correspondant à la phase de relance et de montée en régime du marché intérieur des titres publics en République Démocratique du Congo. Les données proviennent principalement des publications du ministère des Finances et de la Banque Centrale du Congo, complétées par des séries reconstituées à partir des statistiques mensuelles relatives aux adjudications, au change et à plusieurs indicateurs macrofinanciers.

La base retenue comprend 51 observations mensuelles. L'unité d'observation est donc le mois, et non l'émission individuelle. Ce choix permet de relier le coût des émissions aux conditions monétaires et macrofinancières observées au même moment, sans chercher à reconstituer l'ensemble des micro-décisions d'adjudication.

3.3. Variables retenues

La variable dépendante du modèle est le taux moyen pondéré des émissions, en abrégé TMP, retenu comme indicateur du coût de financement du Trésor sur le marché primaire. Les variables explicatives correspondent aux principaux déterminants théoriques identifiés dans la littérature et compatibles avec le cas congolais. Le taux directeur a été retenu comme indicateur du signal de politique monétaire interne. L'inflation mensuelle permet d'apprécier l'effet des tensions nominales sur les rendements exigés. Le taux de change capte l'influence des conditions monétaires externes et de la contrainte de change. Le taux FED a été introduit afin d'approcher le contexte financier international. Enfin, une variable muette d'indexation a été utilisée pour tenir compte du changement de régime lié à l'introduction des titres indexés.

Les variables retenues proviennent de la littérature théorique. Toutes les variables disponibles dans la base n'ont pas été intégrées dans la spécification principale. Ce choix procède d'une logique de parcimonie. Certaines variables, telles que les montants annoncés, soumissionnés ou servis, relèvent davantage d'une analyse du succès des adjudications ou de la capacité d'absorption du marché. D'autres, comme M1, M2, les crédits, les dépôts, les exportations ou les importations, décrivent un environnement macrofinancier plus large qui pourrait nourrir des extensions ultérieures. Leur introduction simultanée dans un échantillon de 51 observations aurait affaibli la robustesse du modèle principal.

3.4. Démarche descriptive

Avant toute estimation, l'étude procède à une lecture descriptive et graphique des principales séries. Cette étape permet de repérer les changements de régime, d'apprécier la volatilité des variables et d'identifier les proximités de trajectoire entre le taux moyen pondéré, le taux directeur, l'inflation et le taux de change. Les statistiques descriptives servent à caractériser les niveaux moyens, les extrêmes et la dispersion des séries, tandis que les graphes permettent de visualiser la dynamique du coût des émissions et son environnement macrofinancier.

Cette phase descriptive a montré que le TMP évolue selon plusieurs séquences distinctes, qu'il suit visuellement davantage la trajectoire du taux directeur que celle de l'inflation, et que le taux de change exerce une pression plus graduelle que ponctuelle. Ces constats ne valent pas preuve autonome, mais ils structurent l'intuition empirique et consolident la cohérence des spécifications estimées ensuite.

3.5. Traitement statistique

Le traitement statistique a été réalisé sous Stata/SE 17 à partir d'une série mensuelle déclarée en fréquence régulière. L'analyse repose sur des régressions linéaires successives, allant d'une spécification simple à une spécification enrichie. Cette progression permet d'observer la stabilité des coefficients et de hiérarchiser les déterminants du TMP. Quatre modèles ont été estimés successivement : le premier modèle avec le seul taux directeur ; le deuxième modèle avec l'ajout de l'inflation ; le troisième modèle avec le taux de change et le taux Fed ; le quatrième modèle avec la variable d'indexation.

Les estimations ont été conduites avec erreurs standards robustes, en raison de la présence d'hétéroscédasticité dans les modèles non corrigés. Cette correction améliore la fiabilité de l'inférence sans modifier la structure générale des coefficients.

Les tests de racine unitaire réalisés en amont ont révélé un mélange de variables stationnaires en niveau et en première différence. Toutefois, dans cette étape fondée sur Stata, l'objectif n'est

pas encore d'estimer une dynamique de long terme, mais d'identifier de manière statique et robuste les variables les plus directement associées au coût des émissions. Les régressions estimées doivent donc être comprises comme une étape de stabilisation statistique des déterminants du TMP.

3.6. Diagnostics du modèle

Plusieurs tests ont été mobilisés afin d'apprécier la qualité des estimations. La multicolinéarité a été examinée à partir des facteurs d'inflation de variance, dont les valeurs faibles indiquent l'absence de redondance problématique entre les variables explicatives. L'hétéroscédasticité a été testée par la procédure de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg, qui a conduit à rejeter l'hypothèse de variance constante, justifiant ainsi le recours aux erreurs standards robustes.

L'autocorrélation des résidus a ensuite été examinée à partir de la statistique de Durbin-Watson et du test de Breusch-Godfrey. Ce dernier n'a pas mis en évidence d'autocorrélation sérielle significative d'ordre 1. Enfin, la normalité des résidus a été appréciée à partir du test conjoint de skewness et kurtosis, qui n'a pas conduit à rejeter l'hypothèse de normalité au seuil de 5 %. Dans l'ensemble, ces diagnostics confortent la robustesse générale des estimations, sous réserve d'interpréter les coefficients à partir des erreurs standards robustes.

4. Présentation et interprétation des résultats

4.1. Diversification des instruments et limites du marché

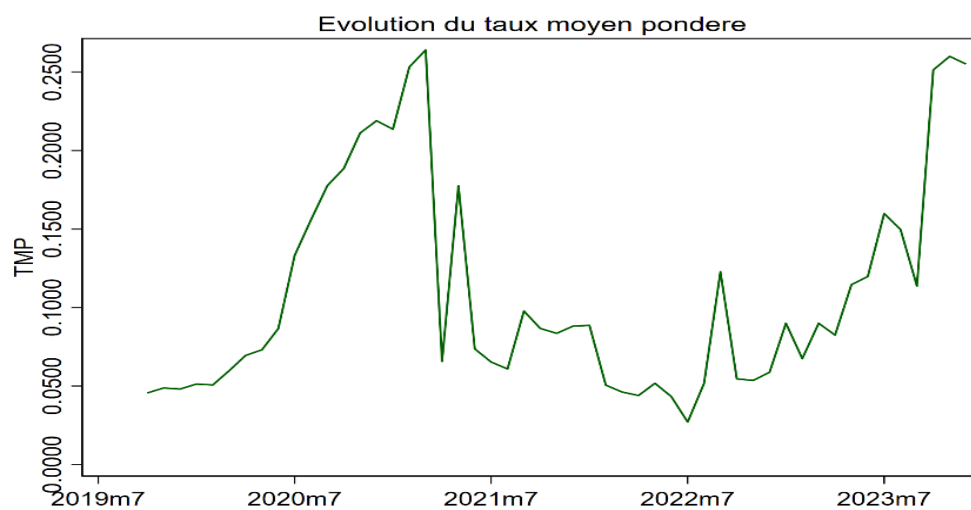
Sur la période allant de 2019 à 2023, le marché congolais des titres publics a connu une diversification progressive. Initialement centré sur les bons du Trésor en monnaie nationale, il s'est élargi aux titres indexés, puis aux bons et obligations libellés en dollars américains. Cette évolution s'est accompagnée d'une forte augmentation du volume des émissions (Ministère des Finances, 2025), passé de 112,0 milliards de CDF en 2019 à 1 857,0 milliards de CDF en 2023, réparti entre 1 453,4 milliards de CDF pour les bons du Trésor et 403,6 milliards de CDF pour les obligations du Trésor en francs congolais indexés et en dollars américains. Cette progression confirme le rôle croissant du marché domestique dans le financement du Trésor.

Cette transformation ne signifie toutefois pas que le marché ait atteint un haut degré de maturité. La diversification des instruments s'est opérée dans un environnement encore étroit, peu profond et largement dominé par les banques commerciales. Le segment secondaire reste faiblement animé, la courbe des taux demeure incomplète pour certaines catégories de titres et la participation des investisseurs non bancaires reste limitée. La diversification observée traduit donc moins l'aboutissement d'un marché consolidé qu'une adaptation progressive du Trésor à un marché encore en construction.

Les statistiques descriptives révèlent une forte variabilité du coût de financement. Sur la période sous étude, le taux moyen pondéré des émissions présente une moyenne d'environ 10,97 %, avec un

minimum de 2,71 % et un maximum de 26,41 %, ce qui confirme l'existence de plusieurs régimes successifs. Le taux directeur varie entre 7,5 % et 25 %, avec une moyenne de 11,66 %, tandis que l'inflation mensuelle moyenne atteint 1,09 %. Le taux de couverture, disponible sur 39 observations, s'établit en moyenne à 109,1 %, ce qui suggère une légère sursouscription des adjudications observées. Le profil du taux moyen pondéré est nettement non linéaire. Une phase de hausse soutenue apparaît entre la fin de 2019 et le début de 2021, suivie d'un ajustement marqué, puis d'une séquence plus instable avant une nouvelle remontée en 2023. Cette trajectoire par l'analyse visuelle indique que le financement du Trésor a évolué dans un environnement de tensions successives et permanentes plutôt que dans un cadre stabilisé.

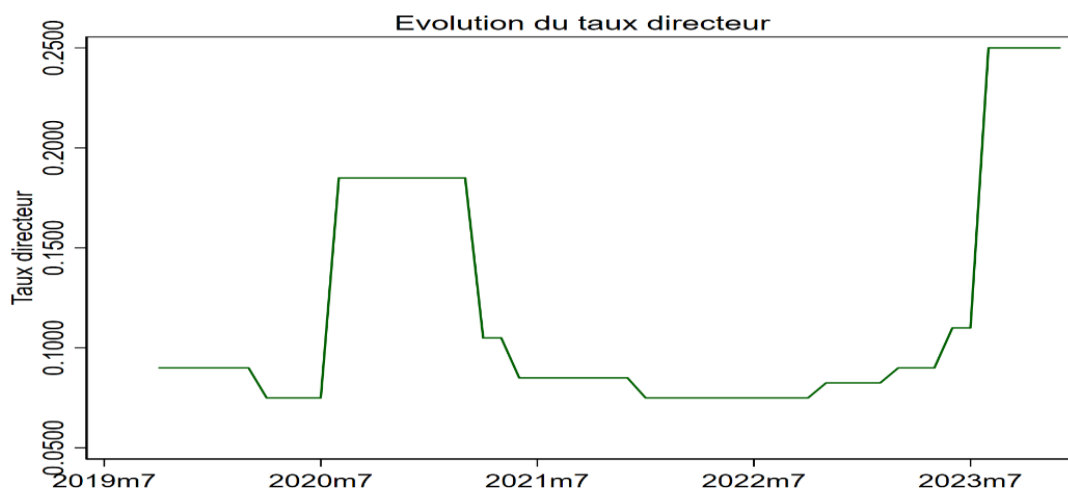
Figure 1 : Évolution du taux moyen pondéré des émissions du Trésor congolais (2019–2023)



Source : Auteurs, sur la base des données de l'étude, à l'aide du logiciel EvIEWS 10

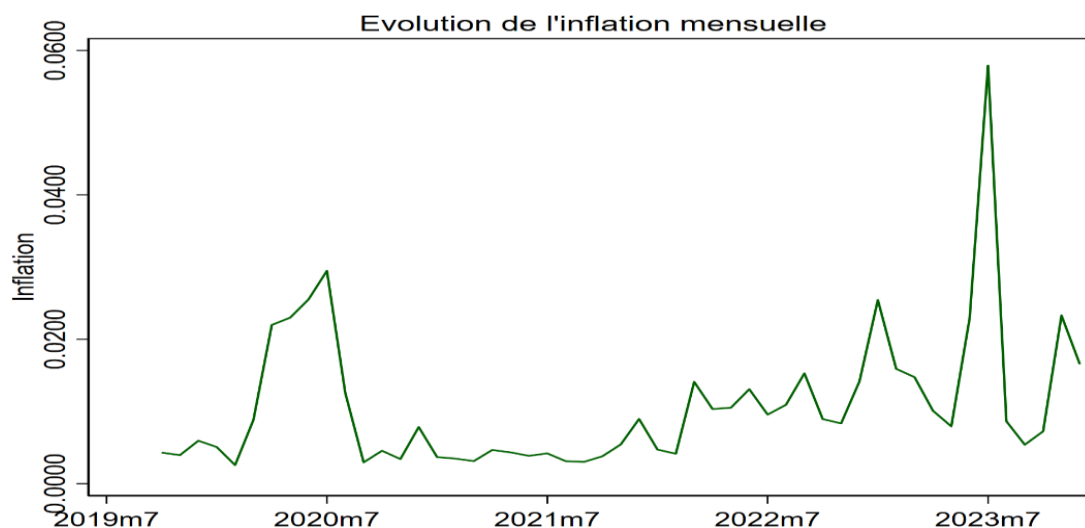
Le taux directeur suit une dynamique par paliers, cohérente avec la logique de politique monétaire, tandis que l'inflation présente une évolution plus heurtée, marquée par des pics ponctuels.

Figure 2 : Évolution du taux directeur en République Démocratique du Congo (2019–2023)



Source : Auteurs, sur la base des données de l'étude, à l'aide du logiciel EvIEWS 10

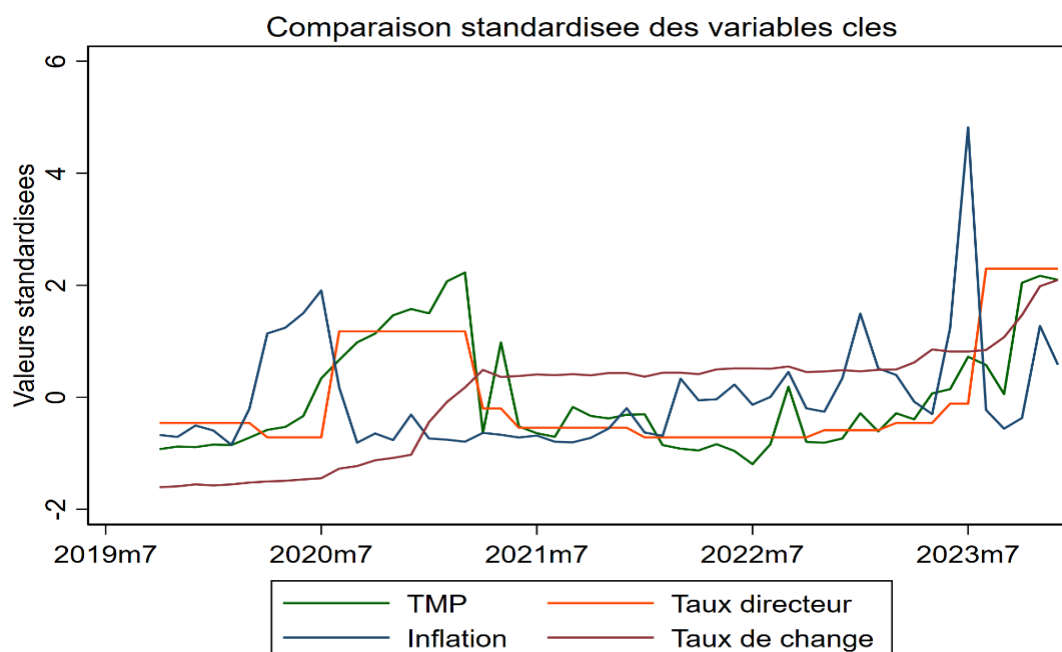
Figure 3 : Évolution de l'inflation mensuelle (2019–2023)



Source : Auteurs, sur la base des données de l'étude, à l'aide du logiciel Eviews 10

La comparaison des séries standardisées montre que le taux moyen pondéré évolue visuellement davantage dans le sillage du taux directeur que dans celui de l'inflation. Le taux de change, pour sa part, semble exercer une pression plus graduelle, surtout en fin de période. Cette lecture suggère que le coût des émissions est d'abord structuré par le signal monétaire interne, tandis que l'inflation et le taux de change jouent un rôle complémentaire.

Figure 4 : Dynamique comparée du taux moyen pondéré, du taux directeur, de l'inflation et du taux de change (séries standardisées)

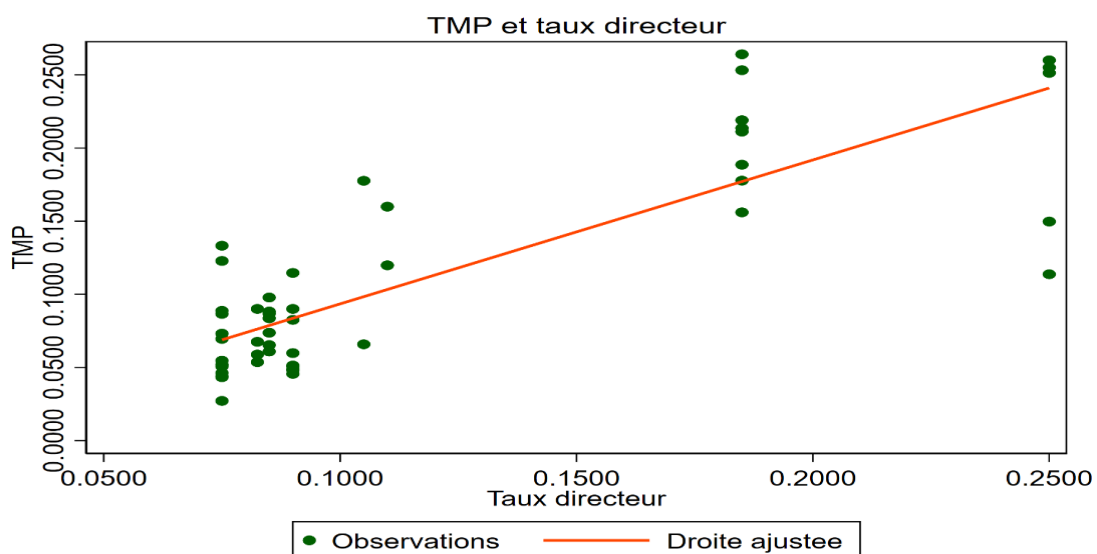


Source : Auteurs, sur la base des données de l'étude, à l'aide du logiciel Eviews 10

La matrice de corrélation confirme la place centrale du taux directeur. La corrélation entre le taux moyen pondéré et le taux directeur est forte, positive et statistiquement significative. À l'inverse, l'inflation ne présente pas, prise isolément, une relation bivariée aussi nette avec le TMP, ce qui suggère que son effet apparaît surtout dans un cadre multivarié.

Le nuage de points entre le TMP et le taux directeur conduit à la même lecture. La droite ajustée est clairement ascendante, ce qui confirme visuellement l'existence d'une relation positive entre les deux variables. Même si la dispersion des observations montre que d'autres facteurs interviennent, cette figure renforce l'idée que le taux directeur constitue le déterminant le plus immédiatement visible du coût des émissions.

Figure 5 : Relation entre le taux moyen pondéré et le taux directeur



Source : Auteurs, sur la base des données de l'étude, à l'aide du logiciel EvIEWS 10

Quatre spécifications successives ont été estimées sous Stata/SE 17 avec erreurs standards robustes afin d'identifier les déterminants du taux moyen pondéré. Cette progression permet d'observer la stabilité des coefficients et la hiérarchie des variables explicatives.

Le premier modèle, limité au taux directeur, montre que celui-ci exerce un effet positif, élevé et fortement significatif sur le TMP. Le pouvoir explicatif est déjà important, avec un R^2 de 0,682. Le deuxième modèle ajoute l'inflation. Le coefficient du taux directeur reste très stable, tandis que l'inflation apparaît à son tour positive et significative, ce qui confirme que le coût des émissions dépend à la fois du signal monétaire et du contexte inflationniste.

Le troisième modèle intègre le taux de change et le taux Fed. Le taux directeur conserve un effet positif et fortement significatif. L'inflation reste positive et significative. Le taux de change apparaît également positif et significatif, ce qui va dans le sens d'un renchérissement du coût des émissions en période de tensions de change. Le taux Fed ressort négatif et significatif ; ce résultat est empiriquement stable, mais son interprétation doit rester prudente. Le R^2 progresse à 0,759.

Le quatrième modèle introduit la variable d'indexation. Le taux directeur et l'inflation demeurent positifs et fortement significatifs. Le taux de change conserve un signe positif, mais sa significativité devient plus limitée. Le taux Fed reste négatif et significatif. En revanche, la variable d'indexation n'apparaît pas statistiquement significative dans la spécification complète. Le R^2 atteint 0,792, soit le niveau le plus élevé des modèles estimés.

Tableau 1 : Résultats des estimations robustes des déterminants du taux moyen pondéré

Variables	M1	M2	M3	M4
Taux directeur (tx_dir)	0,984***	1,001***	1,090***	0,925***
	(0,143)	(0,141)	(0,116)	(0,158)
Inflation (infl)		1,003***	1,832***	1,741***
		(0,353)	(0,405)	(0,382)
Taux de change (tx_chg)			0,000053**	0,000168*
			(0,000023)	(0,000088)
Taux FED (tx_fed)			-1,089***	-0,790**
			(0,377)	(0,293)
Indexation (dindex)				-0,054
				(0,033)
Constante	-0,005	-0,018	-0,119***	-0,297**
	(0,014)	(0,013)	(0,038)	(0,135)
N	51	51	51	51
R ²	0,682	0,701	0,759	0,792

Note : erreurs standards robustes entre parenthèses ; * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Source : Auteurs, sur la base des données de l'étude, à l'aide du logiciel EvIEWS 10

La lecture comparée du tableau fait ressortir trois résultats principaux. Premièrement, le taux directeur demeure le déterminant le plus robuste du coût des émissions. Deuxièmement, l'inflation constitue un facteur explicatif additionnel important, dont le rôle se confirme dans les spécifications enrichies. Troisièmement, le taux de change et le taux FED améliorent l'explication globale sans remettre en cause la primauté du taux directeur. L'indexation, enfin, améliore légèrement le pouvoir explicatif du modèle, sans faire apparaître un effet propre statistiquement robuste.

Les diagnostics renforcent la crédibilité des résultats. Les tests de multicollinéarité ne révèlent aucune redondance problématique entre les variables explicatives. En revanche, le test de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg met en évidence une hétéroscédasticité des résidus, ce qui justifie le recours aux erreurs standards robustes. Le test de Breusch-Godfrey ne révèle pas d'autocorrélation sérielle significative d'ordre 1, et le test conjoint de skewness et kurtosis ne conduit pas à rejeter l'hypothèse de normalité des résidus au seuil de 5 %.

Ces résultats conduisent à retenir la spécification robuste comme base principale d'interprétation. Ils montrent que le coût des émissions est principalement structuré par les variables monétaires internes, en particulier le taux directeur et l'inflation. Le taux de change joue un rôle plus modéré, tandis que l'indexation ne ressort pas comme un déterminant autonome robuste du TMP.

Ces éléments seront discutés dans la section suivante, en tenant compte de la diversification instrumentale, des contraintes de profondeur du marché et des enjeux de gestion du risque de refinancement.

5. Discussion des résultats

5.1. Une diversification réelle, mais encore incomplète

Les résultats montrent que la stratégie d'émission du Trésor congolais durant la période allant de 2019 à 2023 correspond à une phase de transition plutôt qu'à une transformation pleinement achevée du marché domestique. L'introduction successive des bons du Trésor en CDF, des titres indexés, des obligations indexées, puis des instruments libellés en dollars américains traduit une diversification réelle des supports de financement. Sous cet angle, la stratégie d'émission a clairement évolué par rapport à la configuration initiale de 2019.

Cette diversification ne doit toutefois pas être surestimée. Un marché de titres publics ne se transforme pas seulement par l'ajout d'instruments. Il se transforme aussi par leur absorption effective, par la formation d'une courbe de taux lisible, par l'élargissement de la base d'investisseurs et par l'animation du marché secondaire. Or, dans le cas congolais, ces dimensions demeurent incomplètement consolidées. Le marché s'est diversifié du côté de l'offre, mais la profondeur et la liquidité restent limitées. L'augmentation rapide de l'encours illustre donc autant la montée en régime du marché que les limites d'un financement encore coûteux et peu concurrentiel.

Ce résultat rejoint la littérature sur les marchés domestiques de dette publique. Mu, Phelps et Stotsky (2013) montrent que le développement des marchés obligataires africains ne dépend pas seulement du volume d'émissions, mais aussi de la qualité des infrastructures, de la régularité des adjudications, de la liquidité du marché secondaire et de la diversification des investisseurs. Dans le même sens, Cassard et Folkerts-Landau (1997) soulignent que la gestion de la dette publique suppose une articulation entre stratégie d'émission, capacité du marché et gestion des risques. Le cas congolais confirme cette lecture : la diversification des instruments constitue une avancée, mais elle ne suffit pas encore à établir une pleine maturité du marché.

5.2. Le coût des émissions reste d'abord déterminé par les conditions monétaires internes

L'apport principal de l'analyse statistique est de montrer que le coût des émissions dépend d'abord des conditions monétaires internes. Les estimations robustes indiquent clairement que le taux moyen pondéré est principalement structuré par le taux directeur et, dans une moindre mesure, par l'inflation. Ce résultat est central, car il signifie que le coût de financement du

Trésor dépend moins de la seule diversification des instruments que du cadre monétaire dans lequel les adjudications sont conduites.

Le taux directeur ressort comme le déterminant le plus robuste du TMP. Sa stabilité à travers les différentes spécifications confirme que la politique monétaire exerce une influence directe sur les conditions de financement du Trésor. L'inflation joue également un rôle significatif. Même si son effet n'apparaît pas toujours avec la même intensité dans les lectures les plus simples, il se consolide dans les spécifications multivariées. Le coût des émissions apparaît ainsi comme le produit d'un environnement nominal plus large, et non comme le seul résultat des innovations réglementaires ou instrumentales.

Cette lecture est cohérente avec les travaux consacrés à la dette souveraine. Missale (1999) rappelle que le coût de la dette publique dépend fortement des conditions de marché et des anticipations des investisseurs. Lorsque l'environnement monétaire devient plus restrictif, les rendements exigés augmentent. Dans le cas congolais, ce mécanisme est renforcé par la domination des banques commerciales dans la souscription des titres publics. Ces banques réagissent aux signaux de politique monétaire, à la liquidité disponible et au niveau de rendement des autres actifs disponibles sur le marché monétaire et des changes. Le taux directeur devient donc une référence importante dans la formation du coût des émissions.

Cette lecture conduit à une implication forte : la diversification des instruments ne peut réduire durablement le coût de financement que si elle s'inscrit dans un environnement monétaire plus stable. Autrement dit, l'efficacité de la stratégie d'émission dépend aussi de son articulation avec la politique monétaire.

5.3. Change, indexation et limites de la protection nominale

Le cas de la RDC met également en lumière le rôle du taux de change et de l'indexation. Théoriquement, l'introduction de titres indexés ou libellés en devise peut être interprétée comme une réponse à la faiblesse relative de la confiance dans la monnaie nationale, à la structure des bilans des banques et des autres investisseurs institutionnels ainsi qu'à la nécessité d'attirer une demande soucieuse de se protéger contre la dépréciation de la monnaie nationale. Les résultats empiriques confirment partiellement cette logique, mais de manière plus nuancée que ne le laisserait penser une lecture strictement descriptive.

Le taux de change conserve un signe positif dans les principales spécifications, ce qui va dans le sens attendu. Une hausse du change est associée à une augmentation du coût de financement, même si cet effet reste moins robuste que celui du taux directeur ou de l'inflation. Le change

apparaît ainsi comme un facteur de tension complémentaire plutôt que comme le moteur principal du TMP.

Ce résultat est cohérent avec les travaux qui ont porté sur la dollarisation partielle de l'économie congolaise. Ngonga et Mususa (1999) montrent que la dollarisation traduit des comportements de substitution et de protection face à l'instabilité monétaire. Plus récemment, Kaomba (2025) met en évidence les limites de la transmission monétaire en RDC dans un contexte marqué par une forte dollarisation, une faible profondeur financière et une instabilité macroéconomique. Dans cette configuration, le taux directeur peut influencer les conditions de financement, mais le taux de change demeure une variable centrale dans les anticipations des agents.

L'indexation, en revanche, ne ressort pas comme un déterminant autonome robuste du coût des émissions dans la spécification complète. Ce résultat ne signifie pas que l'indexation soit sans utilité sur le plan institutionnel. Il montre plutôt que son effet propre demeure limité ou absorbé par d'autres variables plus structurantes. Dans un marché encore étroit et peu concurrentiel, la protection nominale offerte par l'indexation peut améliorer l'acceptabilité des titres sans entraîner mécaniquement une baisse du coût des émissions.

5.4. La domination bancaire comme contrainte structurelle

L'un des résultats les plus importants de l'analyse descriptive concerne la structure de la base d'investisseurs. Malgré l'élargissement formel du marché à d'autres catégories d'acteurs, les banques commerciales restent les principaux détenteurs des titres publics. Elles contrôlent la totalité du portefeuille en circulation sur la période observée. Cette domination limite la profondeur de la demande et réduit la concurrence lors des adjudications.

Dans un tel contexte, la stratégie d'émission du Trésor est partiellement contrainte par la structure du marché. Le Trésor ne choisit pas librement, dans un cadre pleinement concurrentiel, la combinaison optimale entre maturité, devise et coût. Il compose avec les préférences d'un nombre restreint d'investisseurs bancaires, eux-mêmes sensibles aux conditions de liquidité, aux rendements alternatifs et aux risques macroéconomiques. Cette configuration permet le fonctionnement du marché primaire, mais elle ne garantit ni une baisse durable du coût, ni une véritable profondeur du marché, encore moins un développement satisfaisant de la liquidité sur le marché secondaire.

Ce résultat rejoint les analyses de Mu, Phelps et Stotsky (2013), selon lesquelles l'un des défis majeurs des marchés obligataires africains réside dans l'étroitesse de la base d'investisseurs et la faiblesse du marché secondaire. Il rejoint également les observations de Brou (2008) sur les marchés des bons du Trésor dans l'espace UEMOA, où la domination des banques peut soutenir

le marché primaire tout en limitant la liquidité secondaire. Dans le cas congolais, la domination bancaire confirme donc que le marché existe, mais qu'il reste encore peu diversifié du côté de la demande.

Cette domination bancaire permet de formuler plusieurs constats : la difficulté à faire émerger une courbe de taux de référence sur toutes les catégories de titres, l'effet limité de certaines innovations instrumentales sur le coût des émissions et l'absence d'élargissement significatif de la base d'investisseurs. Le marché domestique congolais ne peut donc plus être considéré comme inexistant, mais il ne peut pas encore être qualifié de pleinement profond et compétitif.

5.5. Une stratégie de transition

Pris ensemble, les résultats conduisent à une conclusion nuancée. La stratégie d'émission du Trésor congolais a produit des avancées réelles : relance du marché domestique, diversification des instruments, hausse de l'encours et apparition d'un véritable espace de financement public par le marché. Il serait donc excessif d'y voir une stratégie sans effets.

Toutefois, cette transformation ne s'est pas encore traduite par une stabilisation complète du compromis entre diversification, coût de financement et réduction du risque de refinancement. Le coût des émissions reste fortement sensible aux conditions monétaires internes. Le marché demeure dominé par les banques. L'effet de l'indexation reste limité. La diversification instrumentale n'a pas encore suffi à produire une profondeur de marché capable de soutenir durablement une baisse du coût du financement public.

La stratégie d'émission du Trésor congolais apparaît ainsi comme une stratégie de transition. Elle a déplacé la gestion de la dette publique vers une logique plus marchéisée et plus instrumentée. Mais elle continue d'évoluer dans un environnement où les contraintes structurelles du marché demeurent fortes. Son enjeu central est désormais de transformer une diversification encore largement instrumentale en véritable approfondissement du marché domestique des titres publics.

Conclusion

Cette recherche avait pour objectif d'analyser l'évolution de la stratégie d'émission des titres publics du Trésor congolais entre 2019 et 2023, dans un contexte de relance du marché intérieur des valeurs du Trésor et de diversification progressive des instruments. Il s'agissait plus précisément d'apprécier dans quelle mesure cette stratégie a permis de concilier diversification des ressources, maîtrise du coût de financement et gestion du risque de refinancement.

Les résultats montrent, d'abord, que la stratégie d'émission du Trésor a effectivement évolué au cours de la période étudiée. La reprise des émissions en 2019, d'abord centrée sur les bons du Trésor en monnaie nationale, a été suivie d'une diversification graduelle des instruments, avec l'introduction de titres indexés, puis de bons et d'obligations libellés en dollars américains. Cette évolution s'est accompagnée d'une forte hausse de l'encours, confirmant la montée en régime du marché domestique comme canal de financement public.

Ensuite, cette diversification demeure limitée en termes d'effets. Le marché reste peu profond, faiblement animé sur le segment secondaire et largement dominé par les banques commerciales. La participation des investisseurs non bancaires demeure limitée, ce qui réduit la concurrence lors des adjudications et limite la capacité du marché à produire une courbe de taux pleinement lisible. La diversification observée est donc réelle du point de vue de l'offre, mais elle n'a pas encore débouché sur une transformation complète de la structure du marché.

Enfin, les estimations statistiques montrent que le coût des émissions est principalement structuré par les variables monétaires internes. Le taux directeur apparaît comme le déterminant le plus robuste du taux moyen pondéré, tandis que l'inflation joue également un rôle significatif. Le taux de change conserve un effet positif, mais plus modéré. L'indexation ne ressort pas comme un déterminant autonome robuste dans la spécification complète. Le taux FED apparaît significatif avec un signe négatif, ce qui appelle une interprétation prudente.

Dans l'ensemble, la présente étude montre que la stratégie d'émission du Trésor congolais a permis une diversification effective des instruments, sans stabiliser pleinement l'arbitrage entre coût de financement, structure de la dette et risque de refinancement. L'augmentation de l'encours et la multiplication des catégories de titres ne suffisent donc pas, à elles seules, à établir que le marché domestique des titres publics a atteint un niveau de maturité permettant au Trésor de financer durablement l'État au moindre coût dans un cadre pleinement concurrentiel.

Trois enseignements se dégagent de l'ensemble des résultats. Premièrement, la stratégie d'émission du Trésor congolais s'est traduite par une diversification progressive des

instruments et par une hausse sensible de l'encours. Deuxièmement, cette transformation s'est opérée dans un marché encore peu profond, dominé par les banques commerciales et insuffisamment animé sur le secondaire. Troisièmement, le coût des émissions apparaît principalement structuré par les variables monétaires internes, en particulier le taux directeur et l'inflation, tandis que le taux de change joue un rôle plus modéré et que l'indexation ne ressort pas comme un déterminant autonome robuste du TMP.

Ces résultats suggèrent que l'efficacité future de la stratégie d'émission dépendra moins de la simple multiplication des instruments que de la consolidation des conditions structurelles du marché. Cela suppose notamment un élargissement effectif de la base des investisseurs, une meilleure animation du marché secondaire, une clarification des objectifs poursuivis selon les catégories de titres émises et une articulation plus étroite entre politique d'endettement et environnement monétaire. Les bons du Trésor ont vocation à couvrir des besoins transitoires de trésorerie de l'État, tandis que les obligations du Trésor, à moyen et long termes, doivent davantage soutenir le financement structurel des besoins publics d'investissement.

Cette étude comporte toutefois certaines limites. La taille de l'échantillon demeure modeste. Toutes les dimensions du marché n'ont pas été intégrées dans la spécification principale. L'analyse statistique conduite ici reste principalement statique dans son principe interprétatif. Ces limites ouvrent plusieurs pistes de recherche. Elles concernent notamment l'analyse des relations dynamiques de long terme, l'étude des déterminants du taux de couverture, l'analyse des préférences des investisseurs pour les différentes catégories de titres publics en circulation, l'examen des arbitrages entre titres en monnaie nationale, titres indexés et titres en devises, ainsi que l'étude des contraintes qui pèsent sur le rendement des investissements obligataires. En définitive, la stratégie d'émission du Trésor congolais entre 2019 et 2023 apparaît comme une stratégie de transition. Elle a élargi les instruments disponibles et renforcé le rôle du marché domestique dans le financement public. Toutefois, elle évolue encore dans un environnement où les contraintes de profondeur, de concurrence et de structure des investisseurs continuent de peser fortement sur le coût des émissions. L'enjeu central, pour la période à venir, sera donc de transformer cette diversification encore largement instrumentale en véritable approfondissement du marché domestique des titres publics.

Bibliographie

1. Banque Centrale du Congo. (2020). Rapport annuel 2020. Kinshasa : Banque Centrale du Congo.
2. Banque Centrale du Congo. (2019). Instruction n°37 bis du 9 juillet 2019 relative au système de conservation, de règlement et de livraison des titres gérés par la Banque Centrale du Congo. Kinshasa.
3. Banque Centrale du Congo. (2019). Instruction n°38 bis du 9 juillet 2019 portant règlement général du marché des valeurs du Trésor. Kinshasa.
4. Banque Centrale du Congo. (2020). Instruction n°46 du 30 septembre 2020 définissant les principes directeurs de démarchage, d'ouverture et de tenue des comptes-titres ainsi que de conseil en investissement, de gestion de portefeuille pour compte de tiers et de prêt de titres. Kinshasa.
5. Bapebabo, I. D., Lumonansoni, M. F., & Lusilao, L. J. (2025). Marché des titres de créance négociables et indexation des montants du contrat : cas des bons du Trésor, de 2019 à 2023. *Cahiers économiques et sociaux*, 40(4), 63-88.
6. Brou, J. C. (2008). Étude de cas : le marché des bons du Trésor dans l'UEMOA. Communication présentée au séminaire du FMI, Tunis, 4-5 mars 2008.
7. Cassard, M., & Folkerts-Landau, D. (1997). Risk management of sovereign assets and liabilities. Washington, DC: International Monetary Fund.
8. Copin, P., & Dalbard, J. (2022). La stratégie d'émission de la dette souveraine française. *Trésor-Éco*, 297, 1-12.
9. Direction Générale de la Dette Publique. (2010). Stratégie de dette à moyen terme. Kinshasa : Ministère des Finances.
10. Kaomba, P. J. B. (2025). Les limites et contraintes des canaux de transmission de la politique monétaire en République Démocratique du Congo. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 6(4).
11. Ministère des Finances. (2025). Marché des bons et obligations du Trésor. Bulletin n°0001, 1-27. Kinshasa.
12. Ministère des Finances. (2018). Arrêté ministériel n°030/CAB/MIN.FINANCES/2018 du 30 août 2018 portant mesures d'application du décret n°18/025 du 11 juin 2018 fixant les modalités d'émission et de remboursement des bons du Trésor et obligations du Trésor. Kinshasa.

13. Ministère des Finances. (2022). Arrêté ministériel n°001 du 20 janvier 2022 portant mesures d'application du décret n°18/025 du 11 juin 2018 fixant les modalités d'émission et de remboursement des bons du Trésor et obligations du Trésor. Kinshasa.
14. Ministère des Finances. (2022). Arrêté ministériel n°002 du 20 janvier 2022 portant création des bons et obligations du Trésor indexés au cours de change entre le dollar américain et le franc congolais. Kinshasa.
15. Ministère des Finances. (2023). Arrêté ministériel n°054/CAB/MIN.FIN/CTDPI/2023 du 26 décembre 2023 fixant les règles générales de tenue de la comptabilité des titres financiers en République Démocratique du Congo. Kinshasa.
16. Ministère des Finances, & Banque Centrale du Congo. (2018). Convention conclue le 7 novembre 2018 entre le Ministère des Finances et la Banque Centrale du Congo en exécution du décret n°18/025 du 11 juin 2018. Kinshasa.
17. Missale, A. (1999). Public debt management. Oxford: Oxford University Press.
18. Mu, Y., Phelps, P., & Stotsky, J. G. (2013). Bond markets in Africa. *Review of Development Finance*, 3(3), 121-135.
19. Ngonga, N. V., & Mususa, U. J. (1999). Persistance de la dollarisation au Congo-Kinshasa : manifestation de la complémentarité et/ou de la substitution monétaire ? *Cahiers économiques et sociaux*, 25(1), 27-58.
20. Primature. (2018). Décret n°18/025 du 11 juin 2018 fixant les modalités d'émission et de remboursement des bons du Trésor et des obligations du Trésor. Kinshasa.