

Conséquences du durcissement des conditions de prêt des BMD sur la viabilité de la dette des pays africains

Conclusions d'une étude préliminaire de huit pays

Conséquences du durcissement des conditions de prêt des BMD sur la viabilité de la dette des pays africains

Conclusions d'une étude préliminaire de huit pays

Laboratoire d'innovation stratégique sur le FAD – Document de travail n° 1
6 mars 2016¹

1. Introduction

- 1.1 Le Fonds africain de développement (FAD) fait face à un dilemme. D'un côté les pays donateurs sont aux prises avec des difficultés économiques internes croissantes et de l'autre les pays clients ont des besoins croissants de financement du développement pour leurs programmes sociaux et d'investissement public. Pour remédier à ce déséquilibre entre l'offre et la demande, le FAD pourrait être amené à durcir les conditions de ses prêts : les bailleurs de fonds pourraient être convaincus d'accroître leur offre de financements si les conditions étaient moins concessionnelles et les pays clients pourraient recevoir des ressources à des conditions moins concessionnelles que par le passé.
- 1.2 Lors de la revue à mi-parcours du FAD-13 de novembre 2015, les Plénipotentiaires du FAD se sont déclarés préoccupés par les répercussions d'un durcissement non coordonné des conditions de prêt des BMD (notamment le FAD et l'IDA) sur la viabilité de la dette des pays africains. Cette note répond à cette préoccupation en présentant les résultats préliminaires d'une étude réalisée pour huit pays d'Afrique subsaharienne, à savoir le Bénin, la Côte d'Ivoire, l'Éthiopie, le Ghana, le Kenya, le Mali, le Rwanda et la Zambie. Tous ces pays, à l'exception du Kenya, sont des pays pauvres très endettés (PPTE) qui ont dépassé le point d'achèvement et ont bénéficié de l'allègement de la dette au titre du programme PPTE et de l'Initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM).
- 1.3 Deux points méritent d'être soulignés. Tout d'abord, les difficultés auxquelles se heurtent les bailleurs de fonds sont profondément enracinées. Cela signifie que nous sommes probablement sur le point d'assister à un changement structurel en matière de financement du développement, les conditions durcies devenant une caractéristique permanente. En effet, certains pays donateurs font face à des pressions politiques internes croissantes en faveur du financement sous forme de prêt, alors qu'un durcissement des conditions de financement permettra à d'autres bailleurs de fonds d'exploiter avec plus de flexibilité les sources de financements autres que les dons. Ensuite, après avoir bénéficié de l'allègement de dette PPTE-IADM, les États africains se financent de plus en plus sur les marchés, extérieurs comme intérieurs. De fait, les inquiétudes ne cessent de grandir face à l'augmentation de l'endettement et aux risques d'une nouvelle crise de la dette africaine, comme l'indiquent des articles parus dans des périodiques de renom².

¹ Le Laboratoire d'innovation stratégique pour le FAD a été créé dans le cadre du fonds fiduciaire financé par la Fondation Bill et Melinda Gates en tant qu'un cercle de réflexion indépendant à la BAD. Il consiste en un groupe de personnalités éminentes et une équipe consultative. Le Document de travail n° 1 a été rédigé par Brian Pinto, Conseiller du Laboratoire d'innovation stratégique pour le FAD ; Aloysius Ordu est le Conseiller principal.

² Voir « The Coming African Debt Crisis », *The Economist*, 20 nov 2014, <http://www.economist.com/news/21631955-worrying-build-up-borrowing-coming-african-debt-crisis> et « Big Africa Debt Burdens, Written off, are Back Again », *Wall Street Journal*, 17 nov 2015, <http://www.wsj.com/articles/big-african-debt-burdens-written-off-are-back-again-1447705258>

- 1.4 Ces préoccupations cadrent avec la nouvelle expérience du marché, qui montre que le modèle de la dette souveraine et du financement du développement axé sur le marché n'a pas été efficace³. L'intégration financière externe risque plus de renforcer la vulnérabilité macroéconomique que d'appuyer une croissance plus rapide. En conséquence, au moment où les pays africains opèrent la transition vers un durcissement des conditions attachées aux financements issus de sources publiques, qui font partie de la nouvelle réalité en matière de financement du développement, il ne serait pas judicieux de les laisser à la merci des marchés. Il s'agit donc d'accepter que le moment est venu de « durcir les budgets » pour ainsi dire pour les gouvernements africains, mais aussi de reconnaître que ces pays ne sont pas prêts pour le financement fondé sur le marché⁴. Un chemin intermédiaire devra être trouvé.
- 1.5 La principale conclusion de ce rapport est que le durcissement des conditions des prêts des BMD ne constituera pas le facteur déterminant des problèmes de viabilité de la dette des pays bénéficiaires. En outre, si ce durcissement s'accompagne d'un accroissement substantiel du volume des financements des bailleurs de fonds qui remplacent les emprunts coûteux contractés sur les marchés, il pourrait même améliorer la viabilité de la dette. L'essentiel consiste à accompagner le durcissement des conditions de financement d'un dialogue renforcé sur les politiques économiques. Les enjeux pour la BAD sont examinés après l'analyse des répercussions du durcissement des conditions de financement appliquées par les BMD sur la viabilité de la dette.

2. Approche

- 2.1 Les répercussions du durcissement des conditions de financement appliquées par le FAD sur la viabilité de la dette sont fonction de quatre facteurs : a) l'endettement initial du pays mesuré par le ratio de la dette extérieure ou publique au PIB ; b) la dynamique de la dette, déterminée par le solde budgétaire primaire et le solde courant non générateur d'intérêt, le taux d'intérêt nominal (réel) payé sur la dette, le taux de croissance nominal (réel) du PIB et l'impact des mouvements des taux de change sur la dette en devises ; c) les projets d'emprunts potentiels du gouvernement en monnaie nationale (auprès des banques commerciales locales ou des investisseurs de portefeuille étrangers qui achètent des bons ou obligations du trésor en monnaie nationale, généralement aux taux d'intérêt du marché) et en devises (auprès des sources publiques ainsi que sur le marché, par exemple au travers des euro-obligations). Ce facteur fournira des informations sur le coût marginal de l'emprunt ; et d) le poids du FAD dans le montant total des emprunts ou dans l'encours de la dette.
- 2.2 Pour examiner la dette d'un pays et sa dynamique, on a le choix entre deux options : la dette extérieure, qui est la somme de la dette totale du pays en devises due par le secteur public et le secteur privé ; ou la dette publique, qui est le montant de la dette extérieure qui est publique et à garantie publique (PGP) plus la dette locale émise par le secteur public sur le marché intérieur (« dette intérieure »).
- 2.3 Cette étude met l'accent sur la dette publique pour les raisons analytiques suivantes :
- Dans la plupart des cas, la part du secteur public (PGP) dans la dette extérieure est importante : 100 % pour le Bénin et le Mali ; plus de 75 % pour l'Éthiopie, le Ghana, le Rwanda et la Zambie ; et plus de 55% pour la Côte d'Ivoire et le Kenya. Étant donné

³ Indermit Gill et Brian Pinto 2005. « Public debt in Developing Countries: Has the Market-based Model Worked? » Banque mondiale, WPS 3674. <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1190907436115/wps3674.pdf>

⁴ Si la gouvernance économique est bonne, les pays qui font face à des conditions durcies ont plus de chances d'utiliser l'argent plus efficacement. Il est difficile d'admettre que les taux de rentabilité sont si faibles en Afrique que les gouvernements ne sont pas capables de rembourser ne serait-ce que 2 à 3 % de leurs emprunts.

que la dette publique comprend également la dette intérieure, la dette publique donne une idée plus complète de la dynamique et de la vulnérabilité de la dette.

- Le durcissement des conditions appliquées par les BMD affectera en tout premier lieu les finances publiques et la dynamique de la dette publique comme l'indiquent la part de la dette des BMD et son coût par rapport à d'autres sources d'emprunt (principalement, euro-obligations et dette intérieure, qui sont aux conditions du marché et représentent une proportion croissante de la dette publique totale). Le fait est qu'un prêt accordé par une BMD pour 40 ans assorti d'un délai de grâce de 10 ans et d'un taux d'intérêt « durci » de 2-3 % pourrait être de loin préférable à une euro-obligation de 10 ans assortie d'un taux d'intérêt nettement plus élevé.
- Ce qui importe, en définitive, lorsqu'un gouvernement émet des euro-obligations (comme le font de nombreux pays africains) c'est la situation des finances publiques et la capacité du gouvernement à assurer le service de la dette et à la rembourser à la longue. S'intéresser à la dette publique (par opposition à la dette extérieure) et à sa dynamique est donc un choix logique. Le deuxième point important est la disponibilité suffisante de réserves de change pour assurer le remboursement dans les délais. Il faut, à cet égard, tenir compte d'un ensemble de mesures d'adéquation des réserves de change, comme dans le cas des pays émergents, ce qui n'est pas fait de façon systématique pour les pays africains à l'heure actuelle ⁵.

- 2.4 L'étude a examiné la dynamique de la dette publique des huit pays indiqués plus haut, en se fondant sur les données de 2014 et 2015. Elle s'est ensuite fondée sur cette dynamique pour examiner les conséquences d'un durcissement des conditions de financement appliquées par les BMD. Pour chaque pays, l'étude a déterminé dans quelle mesure la dynamique de la dette publique est soutenable sur le moyen terme, sur la base des données et des projections du FMI. Par exemple, si un pays a un important déficit primaire (déficit budgétaire à l'exclusion des paiements d'intérêts) et si les taux d'intérêt nominaux dépassent les taux de croissance du PIB nominal, alors le ratio de la dette publique au PIB augmentera indéfiniment en l'absence d'une rectification de la politique. Le taux d'intérêt nominal dont il est question ici est une combinaison des taux d'intérêt sur la dette libellée en devises et sur la dette intérieure (en monnaie nationale). L'Annexe 2 présente son mode de calcul utilisant les données de l'analyse de viabilité de la dette (AVD) du FMI pour chaque pays.
- 2.5 En outre, pour chaque pays, l'étude a tenté d'estimer le coût marginal des emprunts en devises et de la dette intérieure sur la base des emprunts effectifs récents ou des programmes d'emprunts annoncés.
- 2.6 Le rapprochement de ces deux informations permet de tirer une conclusion concernant les répercussions du durcissement des conditions de financement appliquées par les BMD sur la viabilité de la dette des pays bénéficiaires.

3. Principales conclusions

- 3.1 L'Annexe 1 présente l'analyse par pays de la dynamique de la dette publique et l'information sur les coûts marginaux des emprunts. La dynamique de la dette a été considérée insoutenable pour les pays suivants : Bénin, Ghana, Mali et Zambie. La dynamique de la dette s'est dégradée au Kenya, mais demeure relativement confortable pour la Côte d'Ivoire, l'Éthiopie et le

⁵ Ces mesures concernent notamment le ratio de la dette extérieure à court terme aux réserves voire le ratio du déficit courant plus la dette extérieure à court terme aux réserves, s'il y a des inquiétudes au sujet d'une réduction des apports de capitaux extérieurs. Un problème connexe concerne le niveau de surévaluation du taux de change réel.

Rwanda. Un aperçu des résultats est donné par un examen succinct des conclusions obtenues pour cinq pays, à savoir, Ghana, Mali, Kenya, Éthiopie et Zambie.

Ghana

- 3.2 La dette publique du Ghana est passée de 71 % du PIB en 2014 à environ 78 % en 2015. Cette augmentation est imputable à la différence notable entre le taux d'intérêt composite et le taux de croissance. La dynamique de la dette est insoutenable en ce sens que l'excédent primaire nécessaire pour stabiliser le ratio de la dette au PIB en 2015 était supérieur à 10 % du PIB contre un déficit primaire effectif de -0,1 %. Il est peu probable que le pays puisse déployer un effort budgétaire d'une telle ampleur à court terme, de sorte que le ratio de la dette au PIB continuera d'augmenter au-delà de 78 %. Il n'est dès lors guère surprenant que le rendement de l'euro-obligation 2023 émise par le Ghana soit de 15 %, ce qui dénote à quel point le marché craint un risque de défaut.
- 3.3 Pourtant, l'AVD du FMI (paragraphe 5 de l'AVD dans le Rapport de pays 16/16 du FMI de janvier 2016) recommande l'émission d'une autre euro-obligation d'un milliard de dollars, dans le cadre d'une stratégie de « gestion de la dette » afin de diminuer le coût des emprunts. De toute évidence, cette stratégie est extrêmement risquée, car elle augmente l'exposition à la dette en devises dans un environnement macroéconomique particulièrement incertain : en plus de la dynamique de la dette publique insoutenable, le déficit courant du Ghana est supérieur à 8 % du PIB. La stratégie de la dette recommandée indique donc que le coût des emprunts intérieurs est extrêmement élevé. En effet, le taux directeur de la Bank of Ghana est de 26 % et le marché de la dette intérieure est probablement saturé.
- 3.4 Dans ces conditions, le durcissement des conditions de financement des BMD pourrait même améliorer la viabilité de la dette de façon marginale si le volume de ces fonds augmentait suffisamment pour remplacer les emprunts coûteux contractés sur les marchés. Cependant, cela ne pourra contribuer que de façon marginale au règlement du problème pour un pays comme le Ghana, dont les paramètres financiers fondamentaux sont peu solides. Il est plus important de mettre en place un programme de réforme des finances publiques crédible à moyen terme pour maîtriser la dynamique de la dette et rétablir la solvabilité.

Mali

- 3.5 Dans le cas du Mali, les emprunts sont contractés essentiellement auprès des sources publiques. Le ratio de la dette au PIB n'est pas particulièrement élevé, à 37 % en 2015, mais ce ratio va augmenter compte tenu du déficit primaire de 2,4 % et des taux d'intérêt supérieurs aux taux de croissance. De plus, le Mali est un pays relativement pauvre et fragile. Une comparaison avec la Côte d'Ivoire, avec qui le Mali partage la même monnaie, fait apparaître deux différences notables. Tout d'abord, le taux de croissance réel au Mali a baissé en 2015 tandis qu'il s'est maintenu à un niveau élevé en Côte d'Ivoire. Ensuite, la Côte d'Ivoire a une part plus importante de dette en monnaie nationale dans la dette publique, ce qui la protège contre la dépréciation du franc CFA par rapport au dollar EU. Ces deux raisons expliquent pourquoi la dynamique de la dette de la Côte d'Ivoire est relativement confortable (voir les tableaux des deux pays et l'analyse y afférente à l'Annexe 1), alors que celle du Mali est préoccupante.
- 3.6 Étant donné ces conditions et le recours massif aux emprunts publics, le Mali est un exemple concret de pays où le durcissement des conditions de prêts des BMD compromettra davantage la dynamique de la dette.

Kenya

- 3.7 Les fondamentaux macroéconomiques du Kenya sont préoccupants à deux égards. Tout d'abord, les déficits primaires sont importants, à près de 5 % du PIB et les taux d'intérêt semblent rattraper les taux de croissance. Ensuite, les niveaux des déficits courants sont particulièrement élevés, à environ 10 % du PIB. Le rendement de l'euro-obligation 2024 du Kenya, émise à 6,9 % en 2014, est actuellement de 9 %.
- 3.8 Et pourtant, la dernière AVD du FMI (septembre 2015), sur laquelle reposent également les observations formulées ci-dessus, considère que le Kenya a un faible risque de surendettement, sur la base de diverses mesures de l'endettement extérieur par rapport à des seuils liés à l'indice EPIP. Le cas du Kenya montre à quel point il importe d'élargir le débat sur la viabilité de la dette pour y inclure la dette publique, les signaux du marché émis par les taux d'intérêt et la vulnérabilité potentielle causée par des réserves de change insuffisantes par rapport à la dette extérieure à court terme et aux déficits courants.
- 3.9 Selon les informations publiées par la presse, les autorités kényanes envisagent d'émettre une autre euro-obligation en 2016. De toute évidence, si elle est émise à 9 % ou à un taux voisin de 9 %, pour 10 ans, cette obligation aura une incidence plus néfaste sur la dynamique de la dette qu'un prêt BMD « durci ».

Éthiopie

- 3.10 Le niveau de risque de surendettement de l'Éthiopie est passé de faible à modéré dans l'évaluation du FMI de septembre 2015, qui a soulevé des questions concernant la trajectoire de la dette publique du pays. Le déficit primaire (7-8 % du PIB) et le déficit courant (10 % du PIB) sont tous deux particulièrement élevés. La dynamique de la dette publique ne continue d'être maîtrisée que parce que les taux de croissance nominale sont nettement supérieurs au taux d'intérêt composite artificiellement faible. Celui-ci a été maintenu à un niveau artificiellement bas par la combinaison d'un taux de change réel surévalué et d'un taux d'intérêt réel hautement négatif sur la dette intérieure.
- 3.11 La viabilité de la dette en Éthiopie sera plus probablement compromise par un problème macroéconomique (par exemple, un effondrement éventuel du taux de change réel ou un ralentissement de la croissance imputable à des chocs des termes de l'échange ou à la diminution de la compétitivité) que par des conditions marginalement durcies appliquées par les BMD : l'allocation annuelle du FAD à l'Éthiopie est de l'ordre de 0,2 % du PIB (et la composante prêt ne représente que 0,14 % du PIB). Ce pays a émis sa première euro-obligation en décembre 2014 pour un montant d'un milliard de dollars au taux de 6,625 %. Rien ne semble indiquer que l'Éthiopie empruntera de nouveau sur ce marché compte tenu de la récente détérioration générale de la confiance. Mais il est peu probable que les conditions marginalement durcies appliquées par les BMD représentent le facteur déterminant qui fera basculer l'Éthiopie vers des problèmes de non-viabilité de la dette.

Zambie

- 3.12 La Zambie a été considérée comme étant exposée à un risque de surendettement extérieur modéré, mais avec une dynamique de la dette publique soutenable dans le Rapport de pays 15/152 du FMI, daté de juin 2015. Cependant, la dernière conclusion est discutable au regard d'un déficit primaire prévu à 5 % du PIB et des taux d'intérêt supérieurs de 5 points de pourcentage aux taux de croissance pour 2015 (données de juin 2015). Par ailleurs, il est probable que les perspectives de viabilité de la dette extérieure et publique soient revues à la baisse lorsque les données pour l'ensemble de l'année seront disponibles.
- 3.13 Le facteur essentiel est la vulnérabilité à la baisse du prix de cuivre et un effondrement du taux de change. Par exemple, bien que la dette libellée en devises n'ait représenté que 18 % environ

du PIB à la fin de 2014, la dépréciation considérable du kwacha, de 6 390 à la fin de 2014 à 11 000 environ à la fin de 2015, ajoutera à elle seule quelque 10 points de pourcentage au ratio de la dette publique au PIB de 2015. Le rapport du FMI de juin 2015 a prévu un ratio de la dette publique au PIB de 40 %, mais des estimations plus récentes indiquent un niveau atteignant 55 %.

3.14 L'expérience de la Zambie appelle trois remarques importantes.

- Tout d'abord, la situation des pays exportateurs de produits de base peut se dégrader très rapidement. Lorsque la Zambie a émis sa première euro-obligation en septembre 2012 (750 millions de dollars à 5,625 %), elle a été acclamée comme une référence africaine. Sa deuxième euro-obligation, émise en avril 2014 à 8,625 % avec une échéance de 10 ans, a obtenu l'approbation du FMI, d'après un article de Bloomberg, compte tenu de la solide croissance du pays et d'importants besoins d'investissements⁶. Le rendement de cette euro-obligation est à présent (février 2016) de l'ordre de 16 %.
- Ensuite, le risque le plus important lié aux prêts des BMD n'est pas le taux d'intérêt, qui est bien moins élevé que les taux du marché. En fait, la Zambie a émis une troisième euro-obligation en juillet 2015 à un taux de 9,375 %, nettement supérieur au taux qui résulterait de tout durcissement envisagé des conditions appliquées par les BMD. Ne serait-ce que de ce point de vue, la dynamique de la dette zambienne bénéficierait manifestement par rapport aux euro-obligations si le pays pouvait recevoir des volumes de prêts plus élevés de la part des BMD à des taux de 2-3 %. Le taux de change constitue le plus grand risque.
- Enfin, le durcissement des conditions des prêts des BMD doit s'accompagner d'une bonne gouvernance économique pour permettre aux pays emprunteurs de tirer les avantages à long terme du financement du développement. Avec le recul, la Zambie semble avoir intéressé prématurément le marché.

Considérations générales

- 3.15 Sur les huit pays examinés, seul le cas du Mali montre clairement qu'un durcissement des conditions appliquées par les BMD assombrirait les perspectives de la dynamique de la dette. Il en est ainsi parce que la dynamique de la dette actuelle du Mali est négative et ses emprunts sont contractés en majeure partie auprès des sources publiques. Ce sont donc les emprunts concessionnels qui déterminent le coût marginal de ses emprunts et le durcissement des conditions appliquées par les BMD empirerait la situation.
- 3.16 Qu'en est-il du Bénin, du Ghana et de la Zambie qui ont aussi une dynamique de la dette négative ? La réponse est que dans le cas de ces pays, le coût marginal de la dette en devises est si élevé que même les conditions durcies appliquées par les BMD seraient nettement moins coûteuses. Si le volume des financements de sources publiques augmentait simultanément, évinçant une partie des emprunts coûteux contractés sur le marché, la dynamique de la dette pourrait même s'améliorer. Le principal sujet de préoccupation dans le cas du Ghana et de la Zambie serait leur solvabilité.
- 3.17 Une logique similaire s'applique aux quatre pays restants énumérés plus haut. Dans tous ces cas, tant que les rendements économiques de l'investissement public demeureront élevés et que la gouvernance économique sera solide, le durcissement des conditions appliquées par les BMD ne devrait pas faire basculer le pays dans la situation de non-viabilité de la dette. En fait, des ressources supplémentaires assorties d'échéances longues et de différés d'amortissement conséquents, caractéristiques des prêts des BMD, contribueraient à améliorer la situation, car

⁶ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-02-05/zambia-eurobond-plan-wins-imf-support-as-yields-surge-to-record>

les investissements publics ont de faibles niveaux de rendement financier et de longues durées d'amortissement.

- 3.18 En résumé, l'on peut dire avec une certaine assurance que les conditions durcies des BMD a) devraient devenir la nouvelle réalité du financement du développement ; b) ne constitueront pas une cause essentielle de dégradation de la viabilité de la dette ; et c) serviront de signal d'alarme pour une meilleure gouvernance économique.

4. Enjeux pour la BAD

- 4.1 La situation macroéconomique de nombreux pays d'Afrique subsaharienne est précaire, en raison de leur expérience du financement axé sur le marché, conjuguée à la baisse des prix des produits de base, au ralentissement de la croissance et, dans certains cas, à la mauvaise gouvernance économique. Les pays qui ont des niveaux d'endettement élevés et dont la dynamique de la dette extérieure et publique se dégrade peuvent être vulnérables à une cessation soudaine et perturbatrice des concours financiers extérieurs. Les déficits courants sont particulièrement élevés et sont financés en partie par les euro-obligations, l'investissement direct étranger (IDE) – essentiellement concentré dans les secteurs des ressources naturelles – et l'investissement des non-résidents dans la dette intérieure. Le Tableau 1 présente, pour les huit pays considérés, les déficits courants en pourcentage du PIB ; ils sont particulièrement élevés dans tous les cas, à l'exception de la Côte d'Ivoire, du Mali et de la Zambie. À titre de comparaison, parmi les pays émergents comprenant ceux qui étaient qualifiés des « Cinq Fragiles » lorsque la Réserve fédérale des États-Unis a commencé à réduire ses achats d'actifs en 2013, l'Afrique du Sud et la Turquie étaient considérées comme les plus vulnérables, avec des déficits courants de l'ordre de 6 % du PIB. Dans le cas des trois autres pays (Brésil, Inde et Indonésie) les déficits courants étaient dans une fourchette de 3 % à 5 % du PIB.

Tableau 1 : Déficit courant en % du PIB

	2014	2015
Bénin*	9,3	11,0
Côte d'Ivoire*	0,7	2,3
Éthiopie*	12,8	9,4
Ghana	9,6	8,2
Kenya	10,4	9,9
Mali*	5,5	2,8
Rwanda*	11,5	14,5
Zambie^{1/}	1,7	0,6

Source : Mêmes rapports pays du FMI que pour l'Annexe 1. En règle générale, les chiffres des prévisions sont utilisés plutôt que ceux du programme.

* Dons compris.

^{1/} En juin 2015. La situation s'est considérablement dégradée depuis lors.

- 4.2 Cette situation pose un défi pour la BAD : si le durcissement des conditions appliquées par les BMD en lui-même ne risque pas de créer des difficultés de viabilité de la dette pour les pays d'Afrique subsaharienne, le moment n'est peut-être pas bien choisi. À MOINS QUE le durcissement ne s'accompagne d'une augmentation du volume des fonds suffisamment importante pour remplacer les emprunts coûteux contractés sur le marché. Néanmoins, il ne serait pas non plus indiqué d'utiliser les fonds publics pour « refinancer » ces emprunts coûteux. Cela reviendrait à encourager l'aléa moral (et dans le cas des euro-obligations, un tel refinancement pourrait même ne pas constituer une solution envisageable). En revanche, le moment est peut-être venu de durcir le dialogue sur les politiques avec les pays africains. Dans

le cas des PPTE qui ont dépassé le point d'achèvement et ont une dynamique de la dette publique non viable, il faudrait insister sur un programme réaliste pour rétablir la viabilité de la dette. Malheureusement, l'expérience des pays émergents donne à penser que cette solution est loin d'être facile ou rapide. Sans compter que les conséquences pour la croissance à moyen terme pourraient être négatives.

- 4.3 Un autre défi lié au premier consiste à trouver la solution à adopter si les financements extérieurs privés cessaient brusquement ou si le marché de la dette intérieure atteignait le point de saturation, comme dans le cas du Ghana et de la Zambie, ou si les deux phénomènes se produisaient en même temps. Les ressources du FAD ne suffiront pas pour faire face à une telle éventualité. Par exemple, les contributions des bailleurs de fonds au FAD-13 se sont chiffrées au total à 3,86 milliards d'UC, soit près de 5,4 milliards de dollars. Les euro-obligations émises par les pays africains en 2013-2015 ont totalisé 20,9 milliards de dollars. Les répercussions d'une cessation brusque pour les programmes d'infrastructure et les programmes sociaux seraient considérables si ces programmes étaient mis en veilleuse du fait de l'insuffisance des financements.
- 4.4 Dans ces conditions, la BAD pourrait renforcer son rôle en tant que banque d'argent mais aussi de connaissances et d'idées. Dans le contexte actuel, les idées pertinentes seraient des connaissances sur la gestion de la dette publique, la gouvernance économique et l'évolution de la nature du financement du développement. Des programmes sont en cours dans certains de ces domaines, comme le programme Évaluation de la performance en matière de gestion de la dette (ou DeMPA) parrainé par la Banque mondiale. Mais la BAD jouit d'un avantage lié à son image de marque, car ses clients seraient plus disposés à accepter des avis sans complaisance d'une banque africaine. À cet effet, la BAD devrait utiliser sa présence sur le terrain pour être plus proactive, en anticipant les problèmes et en invitant d'autres partenaires au développement à participer à la recherche de solutions. Une mesure prioritaire dans ce domaine consiste à faire en sorte que le financement du développement soit maintenu à des volumes suffisants en cas de réduction des concours financiers privés, et à éviter ainsi de compromettre la croissance à long terme et le développement en Afrique. L'idée de la Banque du savoir est en phase avec la vision ambitieuse que nourrit le Président Adesina pour le Groupe de la Banque⁷.
- 4.5 En conclusion, le financement du développement en Afrique est sur le point de subir un changement structurel. Les bailleurs de fonds vont probablement réduire les financements accordés purement à titre de dons et les BMD durciront inévitablement les conditions pour accompagner les financements moins concessionnels des bailleurs de fonds. Il est peu probable que le durcissement des conditions crée pour les pays africains des difficultés en matière de soutenabilité de la dette, car il y a des chances que ces conditions soient nettement moins coûteuses que les emprunts sur le marché auxquels ces pays ont déjà recours. Parallèlement, l'accès des marchés internationaux des capitaux par les pays en développement ne s'est pas révélé une solution efficace pour une croissance plus rapide ; il tend au contraire à empirer la vulnérabilité macroéconomique.
- 4.6 L'enjeu pour la BAD consiste à gérer cette transition vers les conditions durcies tout en ne laissant pas les pays africains à la merci des marchés. Pour atteindre cet objectif, il faudra des idées nouvelles qui sortent du cadre dans lequel la BAD et les BMD agissent actuellement. La situation idéale serait celle où les conditions durcies s'accompagnent d'une réserve de ressources nettement plus importante pour les pays africains, associée à un dialogue durci sur les politiques.

⁷ Elle est aussi en phase avec le rapport du Panel de haut niveau de 2007, intitulé « Investir dans l'avenir de l'Afrique. La BAD au XXI^e siècle ».

- 4.7 Les bailleurs de fonds du FAD ont un rôle essentiel à jouer pour élargir cette réserve de ressources. En incluant des prêts concessionnels des donateurs à titre de complément des dons qui reproduisent les niveaux d'engagement du FAD-13, ils permettront à l'institution d'exercer une plus grande influence sur la dynamique de la dette et la stabilité économique des pays du FAD. Par contre, un retrait et une diminution de la réserve de ressources du FAD à ce stade seraient dangereux pour ses clients et préjudiciables pour la Banque.

Annexe 1 : Dynamique de la dette publique et coûts marginaux des emprunts par pays

1. Bénin⁸ : Indicateurs de la dette et dynamique de la dette publique

	FMI pour 2014 (réel)	FMI pour 2015 (estimations)
Dettes extérieures/PIB %	20,1	22,4
dont part de la dette publique %	100	100
Dettes publiques/PIB %	30,9	37,1
part dette en devises %	65	60
Déficit primaire/PIB %	1,6	5,1
Taux d'intérêt nominal % (combinaison dette intérieure et dette en devises)	9,05	8,69
Taux d'intérêt réel %	10,49	7,83
Croissance du PIB nominal %	5,12	6,04
Croissance du PIB réel %	6,5	5,2

Source : AVD dans le Rapport pays 16/6 du FMI, janvier 2016 :
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr1606.pdf>

Dynamique de la dette publique

Le ratio de la dette publique au PIB du Bénin n'est pas élevé, mais la dynamique de la dette s'est considérablement dégradée entre 2014 et 2015. Le déficit primaire a non seulement augmenté, mais le taux d'intérêt nominal est nettement supérieur au taux de croissance nominale. Par conséquent, en l'absence d'un changement sur le plan des politiques économiques mises en œuvre, le ratio de la dette au PIB amorcera une trajectoire insoutenable.

Le FMI préconise des réformes accélérées pour renforcer la mobilisation des recettes intérieures tout en améliorant l'efficacité des dépenses et la gestion de la dette. L'analyse du FMI relève également (paragraphe 4 de l'AVD) que l'État envisage d'émettre des obligations sur le marché régional et de mobiliser un montant total prévu égal à 4 % du PIB sous forme d'emprunts concessionnels sur la période 2016-2020, pour financer l'accroissement de l'investissement public. Compte tenu d'un PIB estimé à près de 8,5 milliards de dollars en 2015 (chiffres empruntés au Tableau 1, sélection d'indicateurs économiques et financiers), ce montant à mobiliser représente environ 350 millions de dollars.

Impact du durcissement des conditions appliquées par les BMD

Le coût marginal des emprunts a augmenté en 2014 et 2015. En ce qui concerne la dette en monnaie nationale (« dette intérieure »), le gouvernement a emprunté auprès de la Banque ouest-africaine de développement (BOAD) pour des projets routiers. Le coût moyen est supérieur à 7 %, ce qui dépasse le taux d'intérêt de 6,5 % appliqué aux obligations émises par le gouvernement. Celui-ci envisage de mobiliser par cette voie, en 2016, l'équivalent de plus de 200 millions de dollars à un taux d'intérêt nominal de 7-8 %. Le montant pourrait être plus élevé si l'on prenait en compte la nouvelle décision du gouvernement de préfinancer des projets routiers réalisés avec des entreprises privées.

En ce qui concerne la dette en devises, le gouvernement envisage d'emprunter des ressources non concessionnelles pour un montant de l'ordre de 125 millions de dollars à un taux d'intérêt estimé à 6 % en 2016. En plus des ressources concessionnelles, il est également prévu de mobiliser, auprès des partenaires multilatéraux et bilatéraux, un montant estimé à 500 millions de dollars de ressources semi-concessionnelles à un taux d'intérêt de 2,3 % pour une échéance de 20 ans.

⁸ Le Bénin est un pays exclusivement FAD.

L'allocation du FAD au Bénin au titre de 2016 s'élève à quelque 27 millions de dollars. Un durcissement des conditions du FAD (de 2-3 points de pourcentage) ne pèsera probablement pas sur la viabilité de la dette du Bénin, en particulier s'il s'accompagne de ressources supplémentaires, car le coût sera inférieur au coût marginal des emprunts prévus en devises.

2. Côte d'Ivoire⁹ : Indicateurs de la dette et dynamique de la dette publique

	FMI pour 2014 (réel)	FMI pour 2015 (prévu)
Dettes extérieures/PIB %	33,6	38,8
dont part de la dette publique %	58	65
Dettes publiques/PIB %	38,3	42,6
part dette en devises %	51	59
Déficit primaire/PIB %	2,3	3,1
Taux d'intérêt nominal % (combinaison dette intérieure et dette en devises)	9,17	7,88
Taux d'intérêt réel %	9,04	5,66
Croissance du PIB nominal %	8,55	10,68
Croissance du PIB réel %	7,9	8,4

Source : AVD dans le Rapport pays 15/341 du FMI, décembre 2015 :
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15341.pdf>

Dynamique de la dette publique

La dynamique de la dette du pays reste maîtrisée, l'augmentation du déficit primaire étant contrebalancée dans une certaine mesure par une réorientation favorable de la différence entre le taux d'intérêt et le taux de croissance, qui passe de positive à négative. Le FMI relève qu'après avoir atteint le point d'achèvement de l'initiative PPTE renforcée en 2012, la Côte d'Ivoire a augmenté ses investissements dans l'énergie et l'infrastructure. De toute évidence, l'aptitude à poursuivre de tels investissements revêt une importance cruciale pour la croissance accélérée à long terme et les futurs impôts et taxes, qui à leur tour servent de fondement à la viabilité de la dette à long terme.

Impact du durcissement des conditions appliquées par les BMD

La Côte d'Ivoire a émis une euro-obligation en 2014 (750 millions de dollars) et une autre en 2015 (1 milliard de dollars, au taux de 6,625 %). L'AVD du FMI relève qu'à la fin de 2014, les créanciers commerciaux (essentiellement des euro-obligations) représentaient 55 % de la dette extérieure publique et à garantie publique. Le scénario de financement envisageait les décaissements de quatre gros prêts semi-concessionnels portant sur le barrage hydroélectrique de Soubré, l'extension du Port d'Abidjan (2014), l'eau potable pour Abidjan (2014) et l'extension et la rénovation du réseau électrique (2015) sur la période 2015–2019 : 364 millions de dollars en 2015, 601 millions de dollars en 2016, 448 millions de dollars en 2017, 317 millions de dollars en 2018 et 42 millions de dollars en 2019. Les créanciers multilatéraux et les créanciers bilatéraux publics représentent la principale source des nouveaux emprunts, à l'exclusion de l'euro-obligation de 2015.

L'allocation FAD de la Côte d'Ivoire pour 2016 se chiffre à 43,5 millions de dollars. Si le pays retourne sur le marché de l'euro-obligation il est fort probable qu'il se voie appliquer un taux au moins égal à 6,625 % (le rendement à l'émission de son euro-obligation de 2015). Il s'ensuit qu'un durcissement de 2-3 points de pourcentage des conditions appliquées par les BMD ne risque pas d'entraîner des difficultés de viabilité de la dette pour la Côte d'Ivoire, s'il s'accompagne d'un volume de financement qui remplace une partie des emprunts non concessionnels prévus. L'essentiel consiste à apporter les améliorations institutionnelles nécessaires à la gestion de la dette préconisées par le FMI, notamment en recueillant les données sur la dette des entreprises publiques et en maintenant la paix sociale et l'harmonie.

⁹ La Côte d'Ivoire est un pays « atypique » en situation de fragilité.

3. Éthiopie¹⁰: Indicateurs de la dette et dynamique de la dette publique

	FMI pour 2014 (réel)	FMI pour 2015 (estimatif)
Dettes extérieures/PIB %	25,5	30,0
dont part de la dette publique %	87	87
Dettes publiques/PIB %	41,2	50,3
part dette en devises %	54	52
Déficit primaire/PIB %	7,4	8,1
Taux d'intérêt nominal % (combinaison dette intérieure et dette en devises)	6,05	6,02
Taux d'intérêt réel %	-3,42	-2,64
Croissance du PIB nominal %	21,11	18,37
Croissance du PIB réel %	10,3	8,7

Source : AVD dans le Rapport pays 15/300 du FMI, septembre 2015 :
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15300.pdf>

Dynamique de la dette publique

En dépit d'une différence négative substantielle entre le taux d'intérêt nominal et le taux de croissance nominale, le ratio de la dette publique au PIB de l'Éthiopie a enregistré une augmentation sensible de 9 points de pourcentage en 2015. Cette évolution est imputable à un déficit primaire considérable et de nouveaux emprunts représentant 5 % du PIB et servant à financer les investissements réalisés par les entreprises publiques non financières.

Le FMI est préoccupé par le rythme de l'investissement public, estimant que ce rythme devrait être déterminé avec le plus grand soin et faire l'objet d'une analyse attentive du coût et des avantages. Il s'inquiète également de la forte appréciation réelle du birr et de l'émission de titres de dette intérieure à des taux d'intérêt réels négatifs élevés. Certes, ces deux éléments améliorent l'apparence de la dynamique de la dette (dans la mesure où ils maintiennent à un faible niveau le taux d'intérêt composite nominal sur la dette intérieure et la dette en devises), mais la viabilité de telles politiques demeure contestable. De surcroît, la surévaluation réelle (estimée par le FMI à 30 % en juin 2015) pourrait compromettre la croissance et les exportations.

Impact du durcissement des conditions appliquées par les BMD

Il apparaît clairement d'après ce qui précède qu'un problème de soutenabilité de la dette en Éthiopie pourrait davantage découler d'un problème macroéconomique (par exemple, un effondrement éventuel du taux de change réel ou un ralentissement de la croissance imputable à des chocs des termes de l'échange ou la diminution de la compétitivité) que d'un durcissement marginal des conditions appliquées par les BMD. En décembre 2014, l'Éthiopie a émis sa première euro-obligation d'un milliard de dollars à 6,625 %. Rien ne semble indiquer que le pays fera encore appel à ce marché, compte tenu de la dégradation récente de la confiance. L'allocation FAD de l'Éthiopie pour 2016 se chiffre à 126,8 millions de dollars (dont 70,3 millions de dollars sous forme de prêts).

¹⁰ L'Éthiopie est un pays exclusivement FAD.

4. Ghana¹¹: Indicateurs de la dette et dynamique de la dette publique

	FMI pour 2014 (réel)	FMI pour 2015 (estimatif)
Dettes extérieures/PIB %	48,5	56,0
dont part de la dette publique %	88	93
Dettes publiques/PIB %	70,7	77,9
part dette en devises %	60	67
Déficit primaire/PIB %	3,3	-0,1
Taux d'intérêt nominal % (combinaison dette intérieure et dette en devises)	39,2	23,5
Taux d'intérêt réel %	19,28	8,14
Croissance du PIB nominal %	21,4	17,6
Croissance du PIB réel %	4,0	3,0

Source : AVD dans le Rapport pays 16/16 du FMI, janvier 2016 :
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr1616.pdf>

Dynamique de la dette publique

Les niveaux de la dette publique du Ghana sont restés très élevés, en dépit d'un gros effort en matière des finances publiques qui a permis d'enregistrer un modeste excédent du solde primaire en 2015 contre un déficit de 3,3 % du PIB en 2014. En outre, la dynamique est négative, compte tenu de la différence considérable qui existe entre les taux d'intérêt nominaux et les taux de croissance nominale. C'est ainsi qu'un excédent primaire de près de 10 % du PIB sera nécessaire rien que pour maintenir le ratio de la dette au PIB à son niveau de 2015, soit 77,9 %.

Les projections de l'AVD du FMI (Tableau 2 de l'AVD) reposent non pas sur des niveaux plus élevés d'excédents primaires, mais plutôt sur un resserrement considérable de la différence entre le taux d'intérêt et le taux de croissance, avec une accélération sensible de celui-ci à partir du niveau estimatif de 3 % pour 2015, afin de continuer de maîtriser la dynamique de la dette. Ces hypothèses peuvent être mises en doute compte tenu des perspectives peu encourageantes des prix des produits de base, du ralentissement de la croissance mondiale et des préoccupations du marché concernant la viabilité de la dette du Ghana.

Dans le même temps, la stratégie consistant à diminuer les paiements d'intérêt sur la dette publique en remplaçant la dette « coûteuse » en cedi par les euro-obligations « bon marché » (paragraphe 5 de l'AVD) est semée d'embûches. C'est exactement la démarche que la Russie a tenté d'adopter en 1998 (consistant à remplacer les bons du trésor par des euro-obligations en dollars EU) et qui a déclenché sa crise macroéconomique en août de cette année. D'après le paragraphe 5, le Ghana sera autorisé à émettre une autre euro-obligation d'un milliard de dollars. Le rendement de son euro-obligation en cours sur le marché secondaire était supérieur à 15 % en janvier, ce qui dénote de graves préoccupations du marché concernant le risque de défaut. En mars 2015, Moody's a abaissé la note de crédit du Ghana de B2 à B3 (ce qui équivaut à B-, soit six niveaux au-dessous de la qualité de valeur d'investissement), avec des perspectives négatives.

Impact du durcissement des conditions appliquées par les BMD

Dans ces conditions, un durcissement des conditions appliquées par les BMD contribuerait positivement à la viabilité de la dette ghanéenne s'il évinçait les euro-obligations coûteuses. L'allocation de 2016 du FAD au Ghana se chiffre à 64 millions de dollars. La véritable question qui se pose est celle de savoir si la BAD jugera le Ghana solvable.

¹¹ Le Ghana est un pays « typique ».

Le cas du Ghana illustre également les lacunes du Cadre de viabilité de la dette du FMI et de la Banque mondiale, en mettant l'accent sur les créanciers publics. Le pays passe outre les solides signaux du marché concernant le risque de défaut et élabore, en fait, une stratégie qui vise à diminuer le paiement d'intérêt en remplaçant la dette en monnaie nationale par des euro-obligations, dans le cadre d'une « gestion de la dette » qui pourrait bien s'avérer contre-productive.

5. Kenya¹²: Indicateurs de la dette et dynamique de la dette publique

	FMI pour 2014 (réel)	FMI pour 2015 (prévu)
Dettes extérieures/PIB %	42	48,8
dont part de la dette publique %	63	61
Dettes publiques/PIB %	52,6	56,2
part dette en devises %	50	53
Déficit primaire/PIB %	4,8	5,4
Taux d'intérêt nominal % (combinaison dette intérieure et dette en devises)	8,33	10,18
Taux d'intérêt réel %	0,77	3,26
Croissance du PIB nominal %	13,20	13,64
Croissance du PIB réel %	5,3	6,5

Source : AVD dans le Rapport pays 15/269 du FMI, septembre 2015 :
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15269.pdf>

Dynamique de la dette publique

En 2015, la dynamique de la dette du Kenya s'est dégradée, du fait de la persistance d'un important déficit primaire et du rétrécissement considérable de la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux de croissance. Les projections du FMI tablent notamment sur la poursuite de la croissance rapide et le maintien à moyen terme de la différence particulièrement favorable entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. Le FMI considère faible le risque de surendettement extérieur du Kenya en se fondant sur les seuils d'endettement liés à l'indice EPIP, alors que les projections font ressortir d'importants déficits du compte courant non générateur d'intérêt sur le moyen terme. Il estime également que la dette publique est engagée dans une dynamique viable, qu'elle demeure compatible avec les critères de convergence de la CAE et en-dessous du niveau de référence pertinent de la dette publique.

Une telle évaluation fondée sur les seuils liés à l'indice EPIP et aux niveaux de référence publics serait indiquée si la dette du Kenya était essentiellement contractée auprès des sources publiques. De même, la remarque du paragraphe 11 de l'AVD selon laquelle les découvertes de ressources naturelles amélioreront la situation serait logique. Mais, les marchés ont tendance à faire preuve de myopie et à être moins indulgents et pourraient accorder moins d'importance aux recettes procurées par les ressources naturelles à moins que ces recettes ne soient immédiatement exigibles et disponibles pour assurer le service de la dette.

Impact du durcissement des conditions appliquées par les BMD

Le Kenya a émis au total 2 milliards de dollars d'euro-obligations en juin 2014 : une note de 500 millions de dollars à 5 ans, assortie d'un taux d'intérêt de 5,9 % et une autre de 1,5 milliard de dollars à 10 ans et 6,9 % d'intérêt. En janvier 2016, le rendement de la note à 10 ans était supérieur à 9 %, traduisant les préoccupations concernant la croissance mondiale ainsi que les préoccupations spécifiques à l'Afrique, notamment la baisse des prix des produits de base. Une émission des bons du trésor en shillings kényans (KES) à un an, au taux de 13,8 %, a été lancée en janvier 2016.

Si l'on considère que le coût marginal des emprunts du Kenya est de 7,5 % en USD et de 14 % en KES, un durcissement des conditions appliquées par les BMD de 2-3 points de pourcentage ne détériorera pas la dynamique de la dette. Il pourrait même l'améliorer si le volume des fonds

¹² Le Kenya est un pays à financement mixte.

augmentait suffisamment pour remplacer les emprunts coûteux sur le marché intérieur ou extérieur. Le Kenya, un pays à financement mixte, a une allocation du FAD de 50,6 millions de dollars pour 2016.

6. Mali¹³: Indicateurs de la dette et dynamique de la dette publique

	FMI pour 2014 (réel)	FMI pour 2015 (prévu)
Dettes extérieures/PIB %	25	28
dont part de la dette publique %	100	100
Dettes publiques/PIB %	32,4	36,5
part dette en devises %	77	77
Déficit primaire/PIB %	2,7	2,4
Taux d'intérêt nominal % (combinaison dette intérieure et dette en devises)	11,45	10,6
Taux d'intérêt réel %	9,59	7,17
Croissance du PIB nominal %	9,02	8,26
Croissance du PIB réel %	7,2	4,9

Source : AVD dans le Rapport pays 15/339 du FMI, décembre 2015 :
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15339.pdf>

Dynamique de la dette publique

La dynamique de la dette du Mali est manifestement négative : les déficits primaires sont considérables et les taux d'intérêt sont nettement supérieurs aux taux de croissance. Cette différence négative entre taux d'intérêt et taux de croissance est imputable à la part élevée (environ 80 %) de la dette en devises dans la dette publique totale. Certes, les taux d'intérêt nominaux sur la dette en devises sont faibles (les créanciers commerciaux étant pratiquement absents), mais la dépréciation de la monnaie a considérablement fait grimper le coût effectif.

Impact du durcissement des conditions appliquées par les BMD

Compte tenu du faible revenu par habitant, de la situation sécuritaire fragile et de la dépendance à l'égard de l'or (60 % des exportations), le Mali représente un cas patent de pays dont la situation de la dette serait aggravée même par un durcissement marginal des conditions appliquées par les BMD. L'allocation du FAD de 2016 au Mali se chiffre à 28,1 millions de dollars (dont 15,2 millions de dollars sous forme de prêts).

¹³ Le Mali est un pays exclusivement FAD en situation de fragilité.

7. Rwanda¹⁴ : Indicateurs de la dette et dynamique de la dette publique

	FMI pour 2014 (réel)	FMI pour 2015 (prévu)
Dettes extérieures/PIB %	28	32,5
dont part de la dette publique %	85	88
Dettes publiques/PIB %	29,9	35,1
part dette en devises %	80	81
Déficit primaire/PIB %	4,4	4,1
Taux d'intérêt nominal % (combinaison dette intérieure et dette en devises)	7,89	10,16
<i>Taux d'intérêt réel %</i>	<i>4,14</i>	<i>6,64</i>
Croissance du PIB nominal %	10,75	10,53
<i>Croissance du PIB réel %</i>	<i>6,9</i>	<i>7,0</i>

Source : AVD dans le Rapport pays 16/24 du FMI, janvier 2016 : (corrigé)
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr1624.pdf>

Dynamique de la dette publique

Le Rwanda se trouve dans une situation relativement bonne en ce qui concerne la dynamique de sa dette : la gouvernance économique est solide, la croissance économique est relativement rapide, la majeure partie de la dette en devises est contractée auprès des sources publiques et la dette intérieure est limitée. Ces facteurs lui permettent de maintenir des déficits primaires substantiels (nécessaires à des projets d'infrastructure dans l'énergie et les routes) sans craindre une dynamique de la dette insoutenable.

Impact du durcissement des conditions appliquées par les BMD

La principale vulnérabilité du pays tient au fait qu'il est tributaire des exportations de minerais, face à la chute des prix des produits de base. Sa stratégie dans un proche avenir consiste à diversifier les exportations, emprunter judicieusement, augmenter les revenus et assainir les finances publiques à moyen terme. L'impact négatif ou non du durcissement des conditions sur la dynamique de la dette dépendra des plans d'emprunt et du rendement des futurs investissements publics. Pour peu que le niveau de ces investissements soit élevé et que la bonne gouvernance économique perdure, il est tout à fait possible que le Rwanda soit en mesure de faire face sans trop de difficulté au durcissement des conditions de financement des BMD. L'allocation du FAD au Rwanda pour 2016 se chiffre à 67,4 millions de dollars.

¹⁴ Le Rwanda est un pays exclusivement FAD.

8. Zambie¹⁵ : Indicateurs de la dette et dynamique de la dette publique

	FMI pour 2014 (réel)	FMI pour 2015 (prévu)
Dettes extérieures/PIB %	23,9	32,4
dont part de la dette publique %	76	80
Dettes publiques/PIB %	34,8	40,3
part dette en devises %	52	64
Déficit primaire/PIB %	3,3	4,9
Taux d'intérêt nominal % (combinaison dette intérieure et dette en devises)	16,26	18,73
Taux d'intérêt réel %	8,55	10,45
Croissance du PIB nominal %	13,1	13,52
Croissance du PIB réel %	5,6	5,6

Source : AVD dans le Rapport pays 15/152 du FMI, juin 2015 :
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15152.pdf>

Dynamique de la dette publique

La dynamique de la dette de la Zambie est absolument insoutenable compte tenu des déficits primaires considérables et des taux d'intérêt supérieurs aux taux de croissance. L'effondrement des prix du cuivre a eu d'énormes répercussions et les déficits budgétaires ont dépassé les cibles pour 2015. Les chiffres du FMI ci-dessus pour 2015 étaient établis en juin 2015, mais la situation a empiré depuis lors, ce qui montre à quel point l'environnement économique est instable pour les pays exportateurs de produits de base qui sont tributaires de la croissance chinoise. Rien que la dépréciation du kwacha (de 6 390 le dollar EU à la fin de 2014 à 11 000 à la fin de 2015) aurait ajouté quelque 10 points de pourcentage au ratio de la dette au PIB en 2015. L'estimation la plus récente du ratio de la dette au PIB à la fin de 2015 est désormais de 55 %, soit un niveau de 15 points de pourcentage supérieur à la prévision de juin 2015.

Impact du durcissement des conditions appliquées par les BMD

La Zambie a émis une troisième euro-obligation de 1,25 milliard de dollars en juillet 2015 au taux de 9,375 % (avec des tranches venant à échéance en 2025, 2026 et 2027). Le rendement de l'euro-obligation 2024 de la Zambie (émise en 2014) avoisinait 16 % sur le marché secondaire en février 2016, ce qui dénote des inquiétudes croissantes concernant le risque de défaut. Comme il fallait s'y attendre, en juillet 2015, S&P a abaissé la note de crédit de la Zambie, de B+ à B, avec des perspectives stables ; la nouvelle note se situe cinq niveaux au-dessous d'une note de qualité supérieure.

À l'instar du Ghana, la Zambie profiterait de ressources supplémentaires des BMD, même à des conditions durcies (de 2-3 points de pourcentage) si cela lui permettrait d'éviter des emprunts coûteux sur le marché. En plus, les échéances des prêts publics seraient bien plus longues, ce qui faciliterait la gestion de la dette. Encore une fois, c'est la solvabilité de la Zambie qui poserait problème. La Zambie est un pays à financement mixte, avec une allocation du FAD pour 2016 de 7,2 millions de dollars.

¹⁵ La Zambie est un pays à financement mixte.

Annexe 2 : Calcul du taux d'intérêt composite de la dette intérieure et de la dette en devises

Le tableau de l'Analyse de viabilité de la dette du FMI utilise, pour chaque année, les « flux générateurs de dette identifiés » au cours de l'année concernée. Cela comprend deux composantes : le déficit primaire et la « dynamique de la dette automatique » ou DDA. Le déficit primaire et la DDA mesurent ensemble l'incidence du déficit des finances publiques (déficit primaire plus paiements d'intérêts sur la dette), la croissance du PIB et l'incidence des mouvements du taux de change sur la composante en devises de la dette publique.

En elle-même, la DDA mesure l'incidence des taux d'intérêt, des taux de change et des taux de croissance sur la dynamique de la dette. Dans le tableau de la dette publique du FMI, la DDA est donnée par l'équation :

DDA = contribution de la différence entre le taux d'intérêt et le taux de croissance + contribution de la dépréciation du taux de change réel.

À son tour, le terme du côté droit de l'équation ci-dessus est donné par :

Contribution de la différence entre le taux d'intérêt et le taux de croissance = contribution du taux d'intérêt réel moyen + contribution de la croissance du PIB réel¹⁶.

En temps discret, la décomposition, en diverses composantes, des augmentations du ratio de la dette au PIB d'année en année est donnée par l'équation :

$$1) \quad d_t - d_{t-1} = pd_t + \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1}, \text{ où :}$$

d dénote le ratio de la dette publique au PIB, pd est le ratio du déficit primaire des finances publiques au PIB, r est l'intérêt réel composite sur la dette intérieure et la dette en devises, y compris l'incidence des variations du taux de change réel, g est le taux de croissance réel et t dénote l'année¹⁷. Du point de vue de l'analyse ci-dessus, le deuxième terme du côté droit de l'équation (1) est égal à DDA.

Le taux de croissance réel, g , ainsi que l'inflation mesurée par le déflateur du PIB, π , sont indiqués dans les « Principales hypothèses macroéconomiques et financières » au bas du tableau de l'AVD du FMI. Ceci peut servir à calculer le taux de croissance nominal, G , donné par l'équation : $(1 + G) = (1 + g)(1 + \pi)$.

L'étape suivante consiste à utiliser le fait que le deuxième élément du côté droit de l'équation (1) (qui est égal à DDA) peut aussi s'écrire :

$$2) \quad \frac{(i_t - G_t)}{(1 + G_t)} d_{t-1} = ADD.$$

Dans l'équation (2), i_t est le taux d'intérêt composite sur la dette intérieure et la dette en devises et aussi, par construction, représente l'impact des mouvements des taux de change sur la composante en devises de la dette publique. La formule utilisée pour les différents tableaux de pays du présent rapport pour calculer le taux d'intérêt nominal composite s'obtient en réarrangeant l'équation (2) :

$$3) \quad i_t = G_t + \frac{ADD}{d_{t-1}} (1 + G_t).$$

¹⁶ À noter que la contribution de la croissance du PIB réel est représentée par la formule $-[g/(1 + g)]d_{t-1}$, dans laquelle g est la croissance du PIB réel à l'année t et d_{t-1} est le ratio de la dette publique au PIB à la fin de l'année ($t-1$).

¹⁷ Une dérivation complète est présentée à l'Annexe 2 de Pinto, Brian (2014) *How Does My Country Grow? Economic Advice Through Story-Telling*. Oxford University Press.