

Note conceptuelle

7^e Engagement du réseau des gestionnaires de la dette publique en Afrique

Réunion virtuelle – le 13 avril 2023

Objectif :

Compte tenu des coûts de financement élevés entraînés par les pressions inflationnistes mondiales et la guerre qui se déroule actuellement en Ukraine, le 7^e Engagement du réseau des gestionnaires de la dette publique en Afrique examinera comment les gestionnaires de la dette publique abordent le risque de reconduction, le refinancement de la dette et les risques budgétaires en cours dus aux émissions massives d'euro-obligations arrivant à échéance de remboursement ou de refinancement au cours des 8 à 9 prochaines années - en particulier en 2024, 2025, 2027, 2028 et 2032. Cela arrive alors que la plupart des gouvernements africains doivent faire face à des passifs éventuels croissants et à d'autres passifs cachés.

Les gestionnaires de la dette feront part des enseignements tirés de l'application de diverses stratégies de gestion active de la dette et de gestion des risques, telles que les échanges de créances [ou la restructuration ou le reprofilage de la dette hors événement de crédit] ou les rachats de dettes dans le cadre de la gestion et/ou de la réduction du risque de refinancement public. Une attention particulière sera également accordée aux indicateurs (et/ou aux critères de risque) que les pays utilisent pour effectuer le suivi et rendre compte du risque de refinancement de l'État, ce qui peut impacter de manière positive l'analyse de la soutenabilité (ou de la viabilité) de la dette, le risque souverain et l'analyse de la notation. Des leçons sur le moment où les gouvernements doivent tenir compte de ces indicateurs et sur la manière dont ils le font, pourraient également être partagées.

1. Contexte et introduction

Au début des années 2010, les gouvernements africains ont profité des faibles taux directeurs et des conditions budgétaires et monétaires accommodantes pour procéder à des émissions massives d'euro-obligations sur les marchés internationaux financiers, ce qui indiquait alors la confiance des investisseurs envers les marchés et les risques de crédit africains. Après les annulations de dettes intervenues dans le cadre de l'Initiative « Pays pauvres très endettés » (PPTE) et de l'Initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM), qui ont vu la dette multilatérale et la dette bilatérale publique diminuer respectivement de 43 % et 46 % entre 2004 et 2006, les pays africains ont entamé une nouvelle vague d'emprunts auprès des diverses sources de financement¹.

Non seulement la dette des pays d'Afrique subsaharienne a augmenté pour atteindre un peu moins de 400 milliards d'USD à la fin de 2019, mais elle a triplé par rapport au point bas consécutif aux annulations, atteint en 2006, voir Hooper et al. (2022). En outre, la composition des créanciers a également radicalement changé. D'après le rapport, alors que la part des créanciers multilatéraux a légèrement diminué, passant de 37 % en 2009 à 31 % en 2019, la part de la dette due aux créanciers du secteur privé a augmenté, de 29 % à 43 % au cours de la même période, du fait de la part plus importante de l'endettement obligataire.

¹ Hooper, E., Le Clainche, V. et Seitz, C. (2022). L'endettement de l'Afrique subsaharienne. Ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance. Direction générale du Trésor, Trésor-Économie, No.299, janvier 2022.

Parmi les pays éligibles au soutien de l'Association internationale de développement (IDA), qui est une facilité de prêt (ou guichet) concessionnel de la Banque mondiale, le Ghana a été le premier émetteur d'euro-obligations en 2007, tandis que 12 autres pays bénéficiant de l'IDA ont également émis des euro-obligations ou accédé à d'autres sources de financement du secteur privé. Par ailleurs, il convient de noter que le service de la dette des pays d'Afrique subsaharienne a plus que triplé entre 2010 et 2019. Concomitamment, les taux d'intérêt ont également augmenté, reflétant la hausse de l'endettement obligataire, du fait des taux d'intérêt plus élevés qui continuent d'être payés aux créanciers privés. Selon le Fonds monétaire international (FMI), le ratio du service de la dette aux recettes publiques est également en hausse, ce qui illustre des vulnérabilités accrues à mesure que le nombre de pays présentant un risque élevé de surendettement augmente.

La COVID-19 a entraîné la matérialisation de la plupart des risques, qui s'est traduite par une forte augmentation des écarts de cotation (ou *spreads*) sur l'ensemble des marchés financiers, les plus durement touchés étant les pays à marché émergent et ceux d'Afrique subsaharienne à la suite de multiples abaissements de la notation du crédit par les trois principales agences de notation internationales. Certains de ces pays ont subi des écarts de plus de 1 000 points de base contre des niveaux prépandémie se situant à environ 470 points de base. Alors que les écarts de cotation se sont à nouveau réduits à environ 320 points de base à la fin de 2020, ce qui a permis aux émetteurs africains de réintégrer les marchés financiers internationaux au début de 2021, le passage de sources de financement concessionnel à des sources de financement non concessionnel et concurrentiel s'est accompagné d'un coût d'emprunt plus élevé, même si les pays en tirent d'autres avantages, tels qu'une meilleure liquidité, d'autant plus que les notations de crédit souverain s'améliorent également.

Mais l'amélioration de la liquidité de la dette extérieure en devises d'un pays n'implique pas les mêmes avantages en termes de coûts et de risques que l'amélioration de la liquidité de sa dette en monnaie locale, car une plus grande dépendance vis-à-vis du financement par les marchés, en particulier de la dette extérieure, entraîne non seulement un risque de refinancement, mais aussi un risque de change. Les défis de refinancement des euro-obligations étant déjà imminents, à partir de 2024 et 2025, les conditions favorables d'un refinancement ou d'une reconduction de la dette se sont malheureusement détériorées.

Lors de la discussion sur les tendances mondiales de la gestion de la dette publique après la crise à l'occasion du séminaire de haut niveau du G20 sur la gestion de la dette publique, qui a conduit à la révision² (plus tard en 2014) des Directives 2001 et 2003 du FMI et de la Banque mondiale pour la gestion de la dette publique, il a été reconnu que, dans la mesure où la crise financière mondiale de 2007-2009 a laissé un certain nombre de problèmes hérités du passé pour tous les portefeuilles de dette souveraine, de nombreux grands emprunteurs souverains ont été accablés par des niveaux d'endettement élevés, tandis que plusieurs autres étaient confrontés à un risque de refinancement à court terme. Parmi les autres facteurs considérés comme importants pour les emprunts souverains, figuraient le rétrécissement de l'univers des actifs sûrs, le durcissement de la réglementation financière convenu au niveau international et l'augmentation rapide du rôle des marchés obligataires locaux (ou marchés obligataires en monnaie locale ou MOML).

En outre, le séminaire a observé que l'environnement de taux d'intérêt extrêmement bas qui prévalait alors stimulait l'accumulation rapide de dettes dans de nombreux pays avancés, émergents ainsi qu'en développement. L'avenir des marchés obligataires locaux dépendra fortement de

² Résumé du Président (2013). Le séminaire de haut niveau du G20 sur la gestion de la dette publique dans des conditions non conventionnelles sur les marchés de la dette s'est tenu à Moscou, en Russie.

l'utilisation accrue des techniques et instruments financiers modernes auxquels ont déjà largement recours les emprunteurs souverains des économies avancées. Ces techniques comprenaient les instruments indexés, les rachats et les échanges de créances.

Même dans ces circonstances, étant donné le potentiel de pertes économiques importantes si un gouvernement ne peut pas refinancer sa dette, le risque de refinancement devrait faire l'objet d'une attention particulière. De toute évidence, le gouvernement peut réduire le risque de refinancement et les coûts d'emprunt en émettant dans des segments d'échéance (de durée) qui sont attrayants pour un large éventail d'investisseurs, tandis que la façon la plus conventionnelle de mesurer/d'évaluer le risque de refinancement consiste à utiliser des indicateurs tels que la durée moyenne jusqu'à l'échéance et la part de la dette arrivant à échéance dans un délai d'un an.

2. Contexte et discussion

Une étude de cas comparative³ sur l'impact de l'émission d'euro-obligations en Afrique, observe que bien que l'Afrique du Sud ait été la première à émettre une euro-obligation sur les marchés financiers internationaux en 1995, suivie de près par Maurice et quelques autres en 1996, au début des années 2000, de plus en plus de pays africains ont suivi en lançant leurs premières émissions sur les marchés financiers internationaux. En l'espace de deux décennies (de 2000 à 2019), environ 21 emprunteurs souverains africains ont émis des euro-obligations d'une valeur de plus de 155 milliards d'USD.

En outre, l'étude de cas comparative note que, quels que soient les problèmes évoqués en ce qui concerne les émissions d'obligations souveraines en Afrique, en particulier les préoccupations liées à la mauvaise évaluation des risques africains, ces émissions d'euro-obligations restent un canal important pour lever des financements extérieurs et accélérer la croissance et le développement. Étant donné que les clauses restrictives des obligations souveraines de l'Afrique évoluent rapidement, passant d'obligations ordinaires (ou conventionnelles/classiques) à des obligations plus sophistiquées accompagnées de meilleures couvertures par les créanciers, qui se présentent sous diverses formes, y compris la collatéralisation (ou couverture par la sûreté) avec des actifs de capital naturel, des instruments sans risque et des options de vente, il est important que les pays disposent de cadres de gestion active de la dette qui permettent une utilisation efficace du produit des émissions d'euro-obligations (Chuku et Yenice, 2021).

Même si l'on argumente en faveur d'une approche de la gestion active de la dette pour atténuer le risque de refinancement et réduire l'endettement, grâce à laquelle les services de gestion de la trésorerie, de gestion de la dette (y compris les relations avec les investisseurs) et de gestion des risques au sein des bureaux (ou des directions) de gestion de la dette sont encouragés à agir conjointement pour atteindre les objectifs de financement à court terme ou les objectifs de la stratégie de gestion de la dette à moyen terme et, indirectement, les objectifs d'analyse de soutenabilité (ou de viabilité) de la dette à beaucoup plus long terme, la question demeure de savoir si les techniques qui sous-tendent la gestion active de la dette sont ou doivent être appliquées uniformément aux problèmes de refinancement à la fois locaux et extérieurs.

Certains des principaux facteurs du portefeuille de la dette qui précipitent souvent les défis de refinancement et même les crises de la dette sont respectivement l'endettement excessif à court terme et l'endettement excessif libellé en devises. La gestion de la structure du portefeuille de la

³ Tchouku, C. et M. Y. Yenice (2021), Eurobonds, debt sustainability and macroeconomic performance in Africa: Synthetic control experiments, Working Paper Series N° 356, Banque africaine de développement, Abidjan, Côte d'Ivoire.

dette, par exemple en imposant des limites aux deux, relève dans la plupart des cas du contrôle des bureaux (ou des directions) de gestion de la dette.

Une étude de cas⁴ commandée par CABRI a fait part d'informations intéressantes sur la gestion des risques de refinancement dans l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA) qui comprend des pays comme le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo. Les pays de la région de l'UEMOA ont pu diversifier leurs options de financement en ajoutant de nouveaux instruments à leur portefeuille de dette – tels que les euro-obligations (extérieures), les partenariats public-privé (PPP), le financement islamique et d'autres obligations connexes – ainsi qu'en mobilisant des fonds sur le marché régional dans le cadre de leur financement national. La composition des échéances, des monnaies et des taux d'intérêt de leur profil d'endettement a évolué depuis 2013.

Le premier pays – le Togo a affiché une part constamment plus élevée de dette intérieure, mais une dette intérieure plus faible en ce qui concerne la durée moyenne jusqu'à l'échéance, ce qui signifie la prédominance de la dette à court terme. En même temps, la part de la dette extérieure était systématiquement plus faible, mais avec une durée moyenne jusqu'à l'échéance plus élevée. Au Burkina Faso, qui présente un cas unique, la part de la dette extérieure par rapport à la dette intérieure est passée de 78 % et 22 % en 2013 à 51 % de dette extérieure et 49 % de dette intérieure en 2020. La plus grande part de la dette intérieure a été émise sur le court terme de la courbe, ce qui indique également des pressions sur le risque de refinancement. La Côte d'Ivoire, en revanche, a changé la composition de sa dette, qui est passée de 50 % de dette extérieure et 50 % de dette intérieure en 2013 à 64 % de dette extérieure et 36 % de dette intérieure en 2020.

Si l'on considère la dette moyenne arrivant à échéance dans un délai d'un an, la dette intérieure représente une proportion plus élevée (23,4 %), tandis que la dette extérieure ne représente que 3,5 %. Sur les sept pays de la région, quatre ont une dette intérieure supérieure à 20 % qui arrive à échéance dans un délai d'un an et seulement 6 % de leur dette extérieure arrive à échéance dans l'année. Il est évident que la source du risque de refinancement est la dette intérieure. Des pays comme le Bénin ont commencé la restructuration de leur dette en 2018, ce qui a permis à son gouvernement de rembourser la dette arrivant à échéance dans les 2 ans à des banques locales et de remplacer sa dette à court terme par un prêt libellé en euros garanti par la Banque mondiale à un taux d'intérêt inférieur sur 12 ans.

L'amélioration de la notation souveraine du Bénin a rendu cette opération de restructuration possible dans de meilleures conditions. Bien que les enseignements tirés de l'UEMOA concernant les facteurs qui augmentent le risque de refinancement soient très appréciés, certains des défis et des faiblesses identifiés dans la région comprennent : la nécessité de mettre au point des indicateurs appropriés pour identifier les risques, les suivre et prendre des mesures en temps opportun ; la restructuration de la dette publique pour allonger la courbe de rendement et introduire des échéances à plus long terme ; la priorisation des réformes visant à améliorer les notations souveraines et l'obtention de l'adhésion de tous les décideurs.

Les pays africains devraient être félicités d'avoir pris les mesures nécessaires pour inspirer confiance aux investisseurs et améliorer leur solvabilité souveraine en faisant appel aux marchés financiers internationaux. Toutefois, il semble que les enseignements tirés des épisodes passés de

⁴ Étude de cas de CABRI (2021). Gestion des risques de refinancement de la dette publique au sein de la région de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA) dans un environnement volatil et incertain. Disponible à : www.cabri-sbo.org

restructuration de la dette et des mécanismes d'allègement de la dette institués pour rétablir la viabilité de la dette n'aient pas été suffisants. Un grand nombre d'emprunteurs souverains africains continuent de contracter une dette extérieure à long terme trop importante, tandis que la dette intérieure est de nature à court terme – précipitant ainsi davantage de risques de refinancement et ramenant la vague de crises d'endettement qui ont nui aux perspectives de croissance et ont eu un impact négatif sur le développement.