

Macro Dev

Macroéconomie
et développement

FÉVRIER 2022 | N° 37

PANORAMA SEMESTRIEL 2022 #1

Incertitudes
(p)endémiques dans les
pays en développement :
les enjeux d'une
interdépendance accrue
entre les banques et l'État

Coordinateur :
Sylvain Bellefontaine (AFD)

MacroDev – Panorama semestriel

Les numéros spéciaux « Panorama semestriel » de la collection **MacroDev**, rédigés par les analystes de l'Agence française de développement (AFD), présentent une synthèse d'analyses macroéconomiques et socio-économiques de pays émergents et en développement (PED). Une section thématique accompagne les focus pays et apporte un éclairage sur les problématiques et grands enjeux conjoncturels et structurels des PED.

Liste des auteurs

Sylvain Bellefontaine, Cécile Duquesnay, Marion Hémar, Benoît Jonveaux, Maëlan Le Goff, Emmanuelle Monat, Meghann Puloc'h, Maxime Terrieux, Luciana Torrellio, Cécile Valadier, Alix Vigato.

Avertissement

Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de ses auteurs. Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de l'Agence française de développement ou des institutions partenaires.

Sommaire

Éditorial : Incertitudes (p)endémiques pour les pays émergents et en développement p. 3

Cécile Valadier

Section thématique : Les enjeux du financement de l'État par le secteur bancaire dans les pays en développement p. 5

Benoît Jonveaux

Focus pays p. 15

Cameroun :

Une dépendance accrue de l'État aux financements bancaires et externes

p. 16

Alix Vigato

Éthiopie :

Un champion de la Corne de l'Afrique en grande difficulté

p. 18

Maëlan Le Goff

Ghana :

Des déséquilibres budgétaires aux déséquilibres macroéconomiques et financiers

p. 20

Benoît Jonveaux

Kenya :

Des vulnérabilités croissantes

p. 22

Marion Hémar

Togo :

Relancer la consolidation macroéconomique interrompue par la crise

p. 24

Luciana Torrellio

Indonésie :

De la stabilité au développement

p. 26

Sylvain Bellefontaine

Liban :

Chronique bancaire de la faillite d'un État

p. 28

Meghann Puloc'h

Brésil :

Une accalmie de courte durée

p. 30

Maxime Terrieux

Costa Rica :

Un modèle de stabilité fragilisé

p. 32

Emmanuelle Monat

République dominicaine :

Une résistance aux chocs renforcée depuis la crise de 2003

p. 34

Cécile Duquesnay

Liste des sigles et des abréviations p. 36

Table des graphiques p. 37

Éditorial

Incertitudes (p)endémiques pour les pays émergents et en développement

Cécile Valadier – valadierc@afd.fr

Après une année de reprise chaotique et essentiellement tirée par les économies avancées, force est de constater que la normalisation attendue de la situation économique dans les pays émergents et en développement (PED) et leur retour aux tendances pré-crise Covid-19 font face à de nombreux obstacles en ce début d'année 2022. Tout d'abord, la propagation rapide du variant Omicron menace de prolonger l'impact de la pandémie sur l'économie mondiale. À moyen terme, le décrochage de nombreux PED (notamment africains), en matière de couverture vaccinale, accroît la probabilité de nouvelles mutations virales, même s'il est compensé par une mortalité plus faible que dans le reste du monde. De nouveaux ralentissements de l'activité, des perturbations additionnelles des chaînes d'approvisionnement et des restrictions aux déplacements internationaux doivent donc être intégrés au scénario économique central pour 2022, voire au-delà. Les perspectives économiques incertaines combinées au ralentissement de la Chine devraient également modérer la hausse des cours des matières premières observée l'année dernière. La hausse de l'inflation, y compris hors prix de l'énergie et des denrées alimentaires, est aussi plus marquée et plus durable qu'anticipé. Son maintien à des niveaux élevés au moins pendant la première partie de l'année pèsera sur la croissance via son impact sur la consommation. Cet effet récessif devrait être amplifié par le resserrement des politiques monétaires en cours dans plusieurs pays émergents, notamment en Amérique latine. Pour ne pas éroder leur crédibilité, plusieurs Banques centrales ont en effet été contraintes de réagir rapidement, via une hausse de leurs taux directeurs, à une inflation plus élevée que leur cible, alors que ces pays ont connu des récessions importantes en 2020 et que l'emploi n'a pas retrouvé son niveau d'avant-crise. Les pays à faible revenu sont, de plus, particulièrement touchés par la hausse des prix des denrées alimentaires.

Enfin, la normalisation accélérée de la politique monétaire dans les économies avancées, aux États-Unis en particulier, est susceptible d'avoir un impact sur les PED, à travers le durcissement des conditions financières internationales. Si les problèmes aigus de financement restent très localisés à ce stade, certains pays, qui bénéficiaient d'une appétence au risque relativement élevée au niveau mondial, voient désormais leurs spreads s'écarter à nouveau et, pour la grande majorité des PED, ceux-ci sont toujours supérieurs à leurs niveaux de décembre 2019. L'appréciation concomitante du dollar américain fait peser un risque additionnel sur les PED fortement endettés dans cette devise. Dans un contexte de hausse générale des taux d'endettement, la politique budgétaire des PED devrait également rester contrainte cette année, entre pression à la réduction des déficits budgétaires et persistance des effets de la crise en matière d'emploi et de pouvoir d'achat sur des populations fragilisées. Dans plusieurs pays, les échéances électorales de l'année pourraient venir compliquer l'équation budgétaire en exacerbant les tensions socio-politiques. Le recours accru aux financements du secteur bancaire domestique pour faire face aux dépenses additionnelles générées par la crise Covid-19 a été une source de résilience importante pour de nombreux États dans les PED. Alors qu'au plus fort de la crise, le retrait des flux de capitaux et la hausse des spreads sur les obligations financières internationales ont largement tari la disponibilité des financements externes, la mobilisation du secteur financier local a permis à de nombreux États de couvrir leur besoin de financement public à des coûts relativement contenus du fait de politiques monétaires accommodantes. Ce deuxième numéro du MacroDev Panorama semestriel propose une analyse transversale des conséquences à moyen terme d'une hausse de l'endettement souverain vis-à-vis du secteur financier local et des risques associés à cette interconnexion accrue entre l'État, les Banques centrales et les banques commerciales. Dix focus pays viennent également illustrer la variété des enjeux relatifs au financement de l'économie et de l'État par le secteur bancaire local et synthétisent les principaux développements économiques et financiers dans les géographies concernées : le Cameroun, l'Éthiopie, le Ghana, le Kenya, le Togo, l'Indonésie, le Liban, le Brésil, le Costa Rica et la République dominicaine.

Section thématique

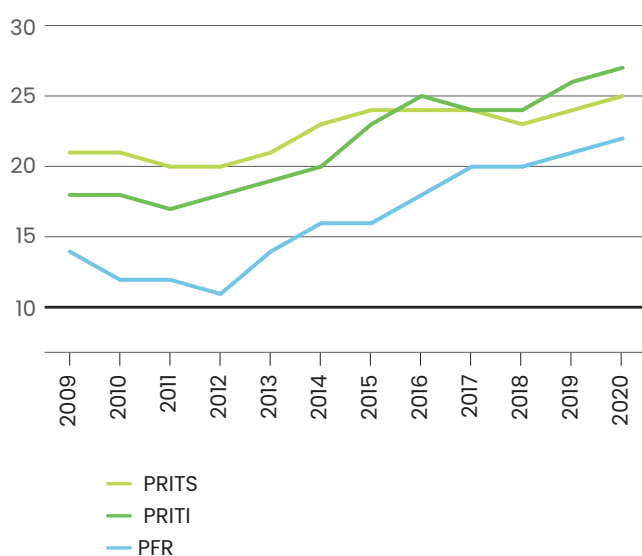
Les enjeux du financement de l'État par le secteur bancaire dans les pays en développement

Benoît Jonveaux – jonveauxb@afd.fr

Dans son rapport d'avril 2021 sur la stabilité financière mondiale, le Fonds Monétaire International (FMI) pointait du doigt l'interconnexion accrue entre le risque souverain et le risque bancaire dans les grands pays émergents en raison des conséquences économiques et financières de la crise de Covid-19 (FMI, 2021a). Dans ces pays, la crise a engendré d'importants besoins de financement public et la dette publique additionnelle y aurait été absorbée à plus de 60 % par le secteur bancaire domestique. Ce constat vaut plus largement pour la vaste majorité des pays émergents et en développement (PED), où les financements externes exceptionnels mis en place par la communauté internationale n'ont pas toujours suffi à couvrir les besoins de financement des États.

Les évolutions observées en 2020 et 2021 ne viennent cependant qu'accentuer une tendance préexistante qui a vu s'accroître le rôle du financement domestique des États dans les PED, c'est-à-dire par des acteurs comme les banques, les Banques centrales ou les institutions financières non-bancaires publiques et privées. La dette publique domestique a ainsi augmenté en moyenne de façon continue depuis 2010 (graphique 1), en particulier dans les pays à faible revenu (PFR) et les pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure (PRITI).

Graphique 1 – Évolution de la dette publique domestique (du PIB)



Sources : FMI (IFS, WEO; FMI 2021c), calculs de l'auteur
Échantillon de 101 pays dont 21 PFR, 43 PRITI et 37 PRITS

La dette publique domestique dans les PED appelle une analyse spécifique. Elle peut d'un côté être considérée comme un instrument permettant d'atténuer les risques en diminuant l'impact des chocs exogènes, en renforçant la gestion de la liquidité de l'État et en réduisant la dépendance aux financements externes parfois volatils. C'est particulièrement le cas lorsque les marchés locaux sur lesquels sont émis et s'échangent les titres de dette publique sont bien développés et que les secteurs financiers, notamment bancaires, sont assez profonds (FMI, 2021b). D'un autre côté, les épisodes de défaut sur la dette domestique ont été relativement fréquents dans l'histoire financière moderne, comme l'ont montré Reinhart et Rogoff (2011). Les conséquences d'un défaut ou d'une restructuration de la dette domestique peuvent par ailleurs conduire à de graves déséquilibres macroéconomiques (FMI, 2021c), notamment parce que les principaux créanciers domestiques jouent un rôle essentiel dans le financement de l'économie dans son ensemble. Ces risques croisés sont analysés à travers le concept d'interconnexion ou de « nexus » bancaire-souverain.

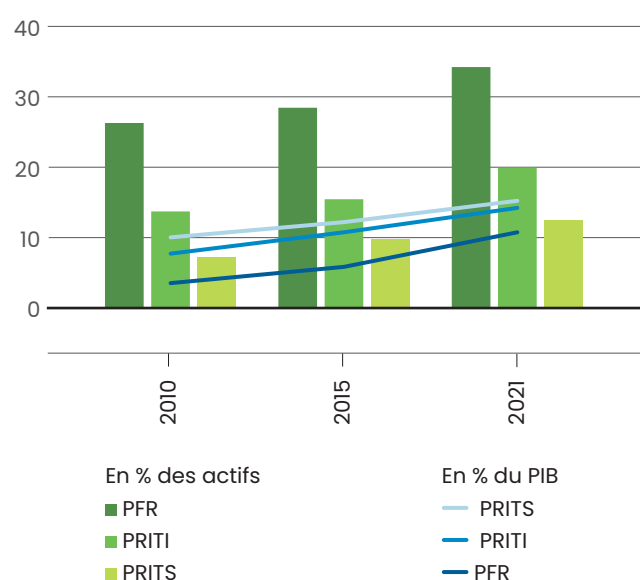
1. Une hausse tendancielle de l'exposition des banques aux contreparties souveraines depuis 2010 dans les PED

Le profil des créanciers domestiques dans les PED dépend d'un ensemble de facteurs, à commencer par la profondeur respective des secteurs bancaire et financier ainsi que le rôle accordé à la Banque centrale par la réglementation locale. La dette publique domestique est ainsi détenue essentiellement par les Banques centrales et le secteur bancaire dans les PFR, tandis que le secteur financier non-bancaire (assurances, fonds d'investissement ou caisses de retraites par exemple) joue un rôle plus important dans les PRITI et les pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure (PRITS) où il est plus développé et plus profond. Les banques commerciales appellent cependant dans tous les cas une attention particulière en raison de leur rôle dans l'allocation de l'épargne domestique, dans la collecte des dépôts et dans le financement de l'économie et la création monétaire.

Les banques commerciales peuvent contribuer au financement de l'État en accordant des prêts ou en achetant des obligations (échéance à moyen-long terme) et des bons du Trésor (échéance à court terme). Dans les PED, la part des créances

souveraines qu'elles détiennent a sensiblement augmenté depuis 2010, aussi bien en proportion du PIB qu'en proportion de leurs actifs totaux. Dans les PFR, où le secteur bancaire est moins profond, l'exposition souveraine brute des banques représente ainsi en moyenne un tiers des actifs consolidés du secteur en 2021 (soit l'équivalent de 11 % du PIB) contre un quart en 2010 (3 % du PIB). Dans les PRITS, où le secteur bancaire est plus profond, elle s'établit en moyenne à 12 % des actifs (15 % du PIB) en 2021 contre 7 % (10 % du PIB) en 2010 (graphique 2).

Graphique 2 – Évolution entre 2010 et 2021 de l'exposition des banques au risque souverain



Sources : FMI (IFS, WEO), sources locales, calculs de l'auteur
Échantillon de 101 pays dont 21 PFR, 43 PRITI et 37 PRITS.

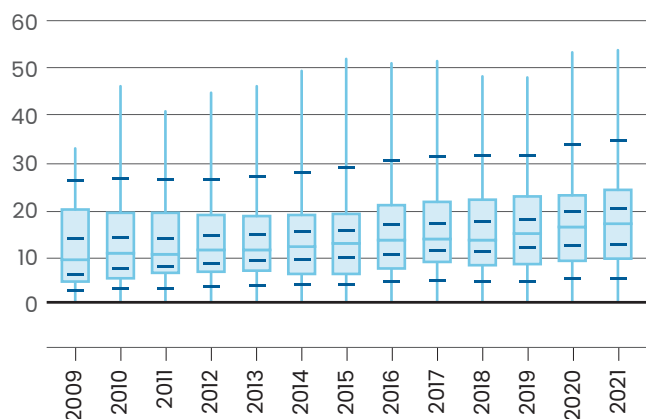
L'augmentation de la détention de titres de dette souveraine s'est effectuée en parallèle de la hausse des besoins de financement et de la dette publique des PED au cours de la dernière décennie. Elle a été facilitée dans certains pays par le développement progressif des marchés obligataires locaux (FMI, 2021c). Certains PED ont également fait le choix de privilégier l'endettement domestique ou l'ont fait en l'absence de possibilité de recourir à des financements externes. Les banques peuvent également privilégier la détention de titres publics à l'octroi de crédit au secteur privé, où les financements sont souvent plus risqués en raison de l'environnement des affaires ou d'asymétries d'information, moins rentables et dont le montant de la demande

agrégée peut parfois être trop faible. Les données recouvrent donc des réalités différentes, dont les facteurs explicatifs sont propres à chaque pays.

À titre d'exemple, le secteur bancaire égyptien est très exposé à l'État (plus de la moitié des actifs des banques), notamment par volonté de favoriser le financement de l'État par les banques qui privilégient de leur côté la détention de titres publics au financement d'un secteur privé peu dynamique, plus risqué et moins rentable. Le Burundi présente également un niveau d'exposition des banques assez élevé (plus de 40 % des actifs), mais c'est la conséquence du ralentissement marqué des financements des bailleurs internationaux depuis 2015 en lien avec le contexte sociopolitique : la part de la dette publique détenue par les banques et la Banque centrale est ainsi passée de 40 % en 2014 à plus de 65 % en 2020. Enfin, les banques brésiliennes détiennent près de 60 % de la dette publique totale soit un tiers de leurs actifs, alors que le marché des titres publics y est développé, liquide et profond et que le secteur financier représente près de 200 % du PIB et reste robuste.

Cette hétérogénéité des facteurs idiosyncratiques propres à chaque pays explique les divergences de niveau d'exposition à travers l'ensemble des PED, quel que soit leur niveau de richesse. Sur les 101 PED pour lesquels les données sont disponibles, l'exposition des banques au risque souverain est inférieure à 10 % de leurs actifs dans environ un quart des pays et celle-ci n'a pas cru significativement en moyenne depuis 2010. C'est par exemple le cas du Cambodge où le recours aux instruments de dette domestique est quasi-nul, des Comores où le secteur bancaire est très peu développé, mais aussi de l'Équateur où les acteurs du secteur bancaire présentent une aversion au risque souverain. À l'autre bout du spectre, l'exposition des banques au secteur public dépasse 25 % de leurs actifs dans 25 PED (et plus du tiers de leurs actifs dans 10 d'entre eux), et la moyenne du niveau d'exposition pour ce quartile est passée de 26 % à 34 % en dix ans (graphique 3). Ces pays peuvent être ceux dont le secteur bancaire est de taille réduite par rapport à des besoins de financement public très élevés (Pakistan, Angola, Ghana), ceux où les financements externes sont limités et le secteur bancaire peu développé (Gambie, Burundi, Soudan du Sud) ou encore ceux qui recourent structurellement à la dette domestique comme instrument de financement (Brésil, Mexique).

Graphique 3 – Distribution de l'exposition des banques au risque souverain dans les PED

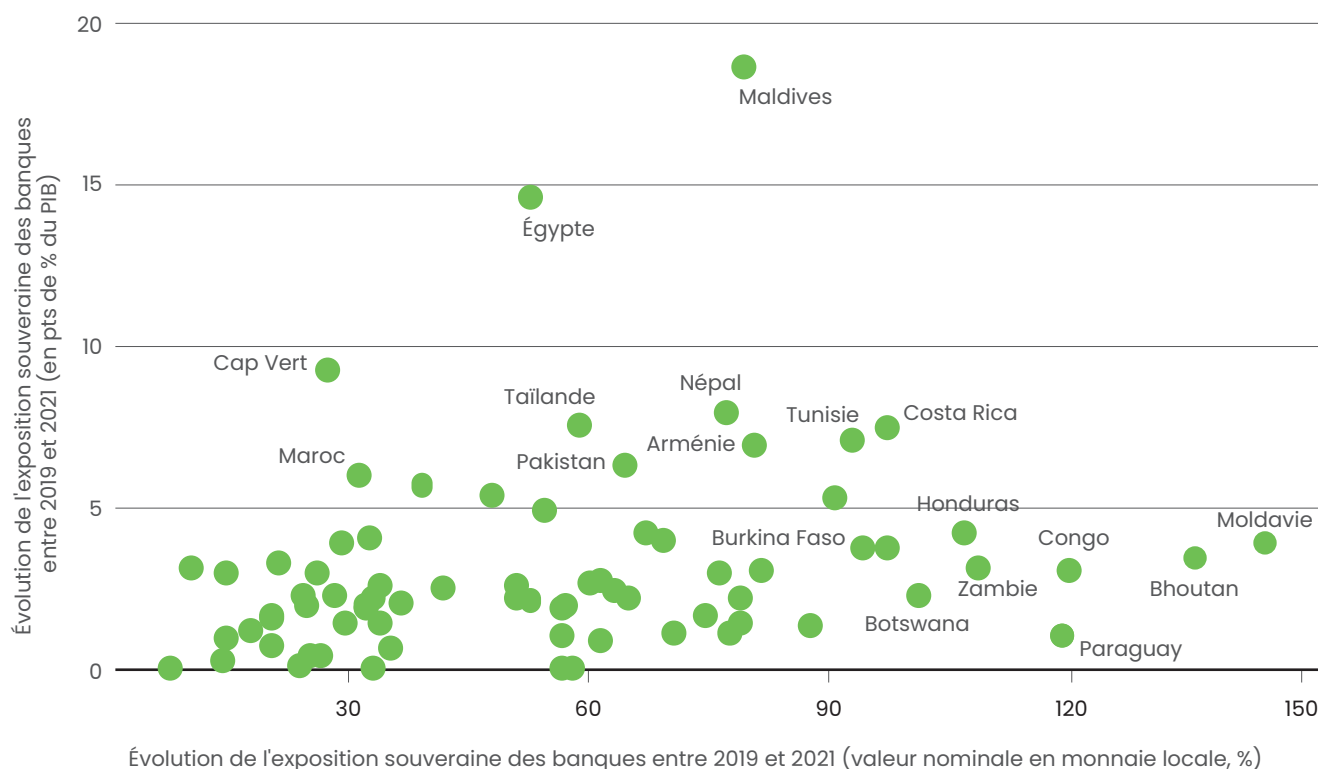


Sources : FMI (IFS, WEO), sources locales, calculs de l'auteur
Échantillon de 101 pays dont 21 PFR, 43 PRITI et 37 PRITS.

2. Une intensification marquée du nexus bancaire-souverain en 2020-2021

L'augmentation de l'exposition des banques au risque souverain dans les PED a été particulièrement marquée en 2020 et 2021. Les conséquences économiques et financières de la crise du Covid-19 ont accru les besoins de financement des États par le creusement des déficits publics. Celui-ci s'est conjugué avec un refinancement parfois difficile en 2020 de la dette publique externe avec un durcissement des conditions financières sur les marchés internationaux malgré l'octroi de financements exceptionnels par la communauté internationale en faveur des PED. En conséquence, les acteurs domestiques ont joué un rôle majeur dans la couverture des besoins de financement public des PED en 2020 et 2021. L'assouplissement monétaire (aussi bien par les taux que par l'octroi de liquidité additionnelle) mis en place par un certain nombre de Banques centrales face à la crise a contribué à favoriser cet endettement domestique, notamment via les banques commerciales.

Graphique 4 – Augmentation de l'exposition souveraine des banques entre 2019 et 2021



Source : FMI (IFS, WEO), sources locales, calculs de l'auteur. Échantillon de 101 pays dont 21 PFR, 43 PRITI et 37 PRITS

Ainsi, dans plus de 50 PED (graphique 4), le total des créances souveraines détenues par le secteur bancaire a augmenté de plus de 50 % en valeur nominale entre 2019 et les premiers mois de l'année 2021. Leur montant a même doublé dans 10 pays. Cette augmentation est également très significative pour certains pays lorsqu'elle est rapportée au PIB : elle correspond ainsi à plus de 15 points de PIB d'exposition supplémentaire pour l'Égypte, 8 points de PIB pour la Thaïlande et le Costa Rica, 7 points de PIB pour la Tunisie et l'Arménie ou 6 points de PIB pour le Pakistan, le Maroc ou les Philippines.

3. Le rôle ambivalent des Banques centrales dans le financement des États

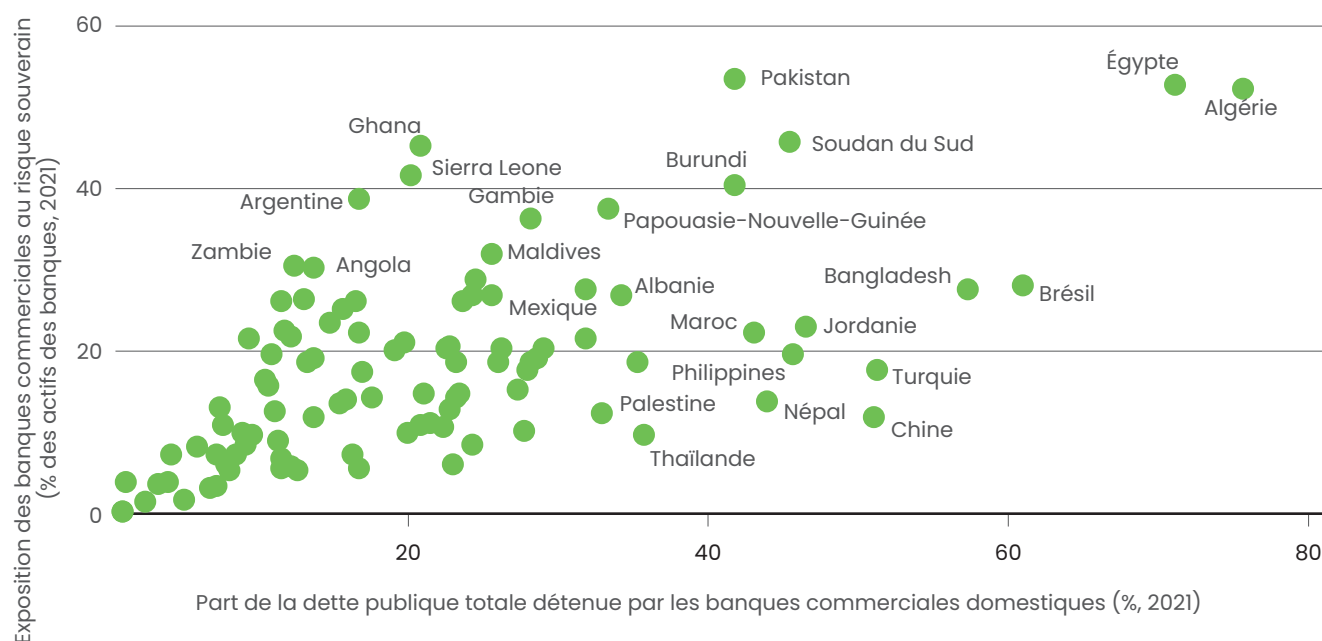
Un facteur important à prendre en compte dans le contexte de la crise de 2020 est l'importance du financement des déficits par les Banques centrales dans les PED. À l'instar de ce qui a pu être observé parmi les économies avancées, le bilan des Banques centrales dans certains PED a sensiblement augmenté entre 2019 et 2020, entre autres en raison des achats et rachats de titres de dette publique et des prêts ou avances octroyées aux États. Dans une douzaine de PED, les Banques centrales ont joué un rôle important en consacrant plus de 10 % supplémentaires de leurs actifs au financement de l'État. C'est entre autres le cas du Sri Lanka (où l'exposition au risque souverain pèse pour plus de 60 % du bilan de la Banque centrale mi-2021 contre 17 % en 2019), du Ghana (35 %), de l'Indonésie (35 %), de la Bolivie (33 %), de la Tanzanie (30 %), de la Tunisie (30 %) ou encore des Philippines (27 %). Cela a pu être, dans certains cas, réalisé de façon exceptionnelle à l'encontre du cadre légal domestique (lorsqu'il proscriit le recours au financement monétaire) ou à l'encontre des préconisations du FMI notamment dans les pays où un programme avec le Fonds est en place.

Cet accroissement appelle au moins trois points d'attention. Le premier concerne l'impact potentiel sur la structure du bilan de la Banque centrale (en particulier sur le niveau des réserves de change lorsqu'elles sont mobilisées) mais aussi sur le niveau des prix et la crédibilité de la monnaie nationale. Le second concerne les mesures de réduction du bilan des Banques centrales lorsque ces dispositifs de soutien à la liquidité et aux États sont temporaires, et donc la question de la sortie du bilan de ces titres publics ou le remboursement des avances consenties. Le troisième point d'attention repose sur l'interconnexion du risque entre les banques, les Banques centrales et les États. L'exemple le plus marquant de cette interconnexion est celui du Liban. En 2019, à la veille de la crise économique et financière, il fallait ajouter au niveau élevé d'exposition directe des banques à l'État (44 % du PIB) le fait que celles-ci avaient placé près de la moitié de leurs actifs auprès de la Banque centrale, qui elle-même détenait l'équivalent de 65 % du PIB de dette publique libanaise (43 % du total de stock de dette publique). Les risques sont donc démultipliés et, dans un contexte de défaut souverain et de crise financière, monétaire et économique, les estimations les plus récentes placent les pertes du secteur bancaire et de la Banque centrale à plus de 130 % du PIB de 2021. De façon nettement moins marquée, cette exposition croisée s'observe également par exemple en République Dominicaine (où l'exposition des banques à la Banque centrale, hors réserves obligatoires, dépasse 25 % de leurs actifs totaux et où la Banque centrale détient 20 % de la dette publique totale), au Mozambique (respectivement 23 % et 13 %), au Belize (17 % et 13 %), ou encore en Bolivie (16 % et 23 %).

4. Des limites au financement des États par le secteur bancaire

Le degré désormais élevé d'exposition des banques au risque souverain et la part croissante du niveau de dette publique détenue par le secteur bancaire (graphique 5) peut ajouter une contrainte supplémentaire aux stratégies de financement des États dans les PED et les expose au risque de refinancement en raison de maturités souvent plus courtes des titres de dette publique domestique.

Graphique 5 – Le nexus souverain-bancaire dans les PED en 2021



Source : FMI (IFS, WEO), sources locales, calculs de l'auteur. Échantillon de 101 pays dont 21 PFR, 43 PRITI et 37 PRITS.

Le niveau d'exposition des banques au risque souverain constitue, lorsqu'il est déjà très élevé, une limite à la capacité de financement domestique de l'État. Dans certains PED, les créances souveraines représentent aujourd'hui plus du tiers des actifs bancaires dans 20 pays (graphique 4). Il pourrait devenir difficile d'aller au-delà de certains seuils, à la fois en matière de gestion du risque par les banques (qui se retrouvent alors exposées de façon démesurée au risque sur une seule contrepartie) et d'effet d'éviction du financement de l'économie réelle. Le risque de refinancement existe également, même s'il est en théorie moins élevé que sur la dette externe ou la dette libellée en devises. Il est accentué en cas de détérioration des finances publiques, qui aura comme effet d'augmenter les besoins de financement public et de réduire la confiance et l'appétit des banques envers les titres publics. Le risque sur le refinancement est par ailleurs plus élevé dans les PED où le secteur bancaire est fragile (que ce soit en terme de solvabilité, de qualité des actifs ou de liquidité) et donc davantage sujet à une volatilité dans la capacité de financement.

Au Ghana par exemple, le retrait des investisseurs domestiques du marché de la dette en monnaie locale (cedi), la diminution du financement

du déficit par la Banque centrale et le durcissement des conditions d'accès aux marchés internationaux des capitaux pourrait conduire les banques à jouer un rôle grandissant dans le financement du déficit et le refinancement de la dette domestique à partir de 2022. Or, les titres publics absorbent déjà plus de 40 % des actifs des banques et celles-ci n'auront pas la surface financière pour couvrir l'ensemble du besoin de financement public. L'approfondissement et l'amélioration du fonctionnement des marchés domestiques des titres de dette publique peut contribuer à minimiser ces risques (FMI, 2021b), mais tous les PED n'en sont pas encore à ce niveau de développement des marchés des capitaux. La Banque mondiale estime que 41 % des PFR n'utilisent pas de mécanismes de marché pour l'émission de titres de dette publique domestique et seulement la moitié de ceux qui le font communiquent de façon satisfaisante auprès de leurs investisseurs (Rivetti, 2021).

D'autre part, le financement domestique peut parfois être plus coûteux que le financement externe, et ajouter aux contraintes budgétaires. L'importance de ce facteur dépend des conditions financières domestiques et de celles des financements externes auxquels les pays peuvent prétendre (accès aux financements concessionnels des bailleurs internationaux, conditions et primes de

risque sur les marchés internationaux des capitaux). Toutefois, les taux d'intérêts souverains domestiques (nominaux comme réels) restent élevés, en particulier dans les PFR et les PRITI, et la charge d'intérêt a augmenté sensiblement dans un certain nombre de PED. En Égypte par exemple, les intérêts sur la dette publique ont ainsi absorbé la moitié des recettes budgétaires en 2020 contre moins du tiers en 2010. Au Pakistan, ils s'élevaient à 37 % des recettes en 2020 contre 22 % en 2010.

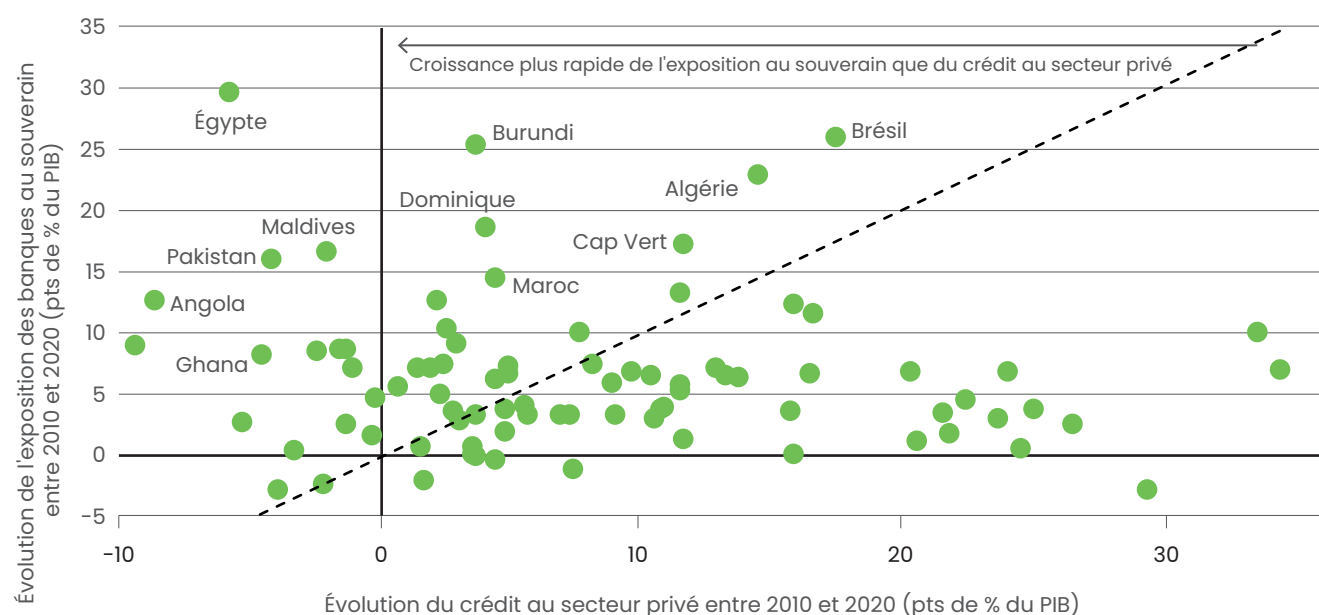
5. Une contrainte supplémentaire au financement du secteur privé dans les PED

L'effet d'éviction sur le financement de l'économie réelle est un risque à considérer, d'autant que le secteur bancaire est encore assez peu développé dans de nombreux PED. Celui-ci représentait en 2020 seulement 42 % du PIB dans les PFR, 84 % dans les PRITI et 110 % dans les PRITS, une corrélation positive au revenu par habitant qui peut s'expliquer par le niveau d'épargne domestique. À cet égard, la part croissante de dette publique détenue par le secteur bancaire peut constituer un frein pour le crédit au secteur privé. Le financement de l'État a cru plus rapidement que le crédit au secteur privé

entre 2010 et 2020 dans plus de 35 PED, et le crédit au secteur privé (en % du PIB) a même diminué dans 15 pays alors que l'exposition souveraine des banques augmentait dans le même temps (graphique 6). En conséquence, le montant des créances publiques des banques était supérieur en 2020 à l'encours de crédit au secteur privé dans au moins 10 PED (Algérie, Angola, Argentine, Burundi, Égypte, Ghana, Pakistan, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Sierra Léone et Zambie). Le financement du secteur privé représente de la même façon encore moins de 20 % du PIB dans une trentaine de PED.

Le poids croissant du financement de l'État ne constitue bien évidemment pas le seul obstacle au développement du crédit au secteur privé dans les PED. D'autres facteurs obèrent à la fois l'offre et la demande de crédit, en particulier dans les PFR : fort degré d'informalité, faible bancarisation des TPME, niveau de risque élevé se reflétant sur les conditions financières ou encore diversification limitée des instruments financiers et des garanties. Néanmoins, la détention de titres publics est parfois privilégiée par rapport au financement du secteur privé, jugé moins sûr et moins rentable. Cet effet d'éviction est d'autant plus problématique dans les PED où la dynamisation du secteur privé constitue un relais de croissance important pour le développement économique et social.

Graphique 6 – Évolution de l'exposition souveraine et du crédit au secteur privé



Source : FMI (IFS, WEO), BM (WDI), sources locales, calculs de l'auteur. Échantillon de 101 pays dont 21 PFR, 43 PRITI et 37 PRITS.

L'exposition croissante du secteur bancaire au souverain ajoute par ailleurs une contrainte supplémentaire au policy mix des PED. La politique monétaire de la Banque centrale peut par exemple, selon le degré d'indépendance de celle-ci, être influencée par la volonté des pouvoirs publics de modérer le coût de financement de l'État. Cela ajoute aux distorsions sur le marché monétaire et financier et limite l'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire sur l'économie réelle.

L'impact sur le financement de l'économie réel est d'autant plus marqué lorsque l'accroissement des besoins de financement public induit des déséquilibres macroéconomiques. Ceux-ci peuvent être d'ordre externe par exemple, en cas d'effet sur la volatilité du taux de change avec un impact potentiel à la fois sur l'économie et les banques en fonction du déséquilibre bilanciel en devises des banques et des entreprises. Le financement domestique des États peut également avoir un impact sur le niveau des prix lorsque la Banque centrale intervient dans le financement direct – monétaire – ou indirect des États (cf. supra).

6. Le risque de défaut souverain et de restructuration de la dette domestique, un enjeu de taille pour le secteur bancaire

Depuis la crise financière mondiale et celle de la dette en zone euro, la littérature économique a renouvelé l'analyse du nexus bancaire-souverain. Le cadre analytique mérite d'être adapté pour les PED au regard de l'exposition croissante du secteur bancaire au souverain, qui accroît sensiblement le risque de contrepartie. La matérialisation de ce risque ne peut être exclue, en particulier dans les PED où la soutenabilité de la dette publique est remise en question à l'aune de la crise de 2020.

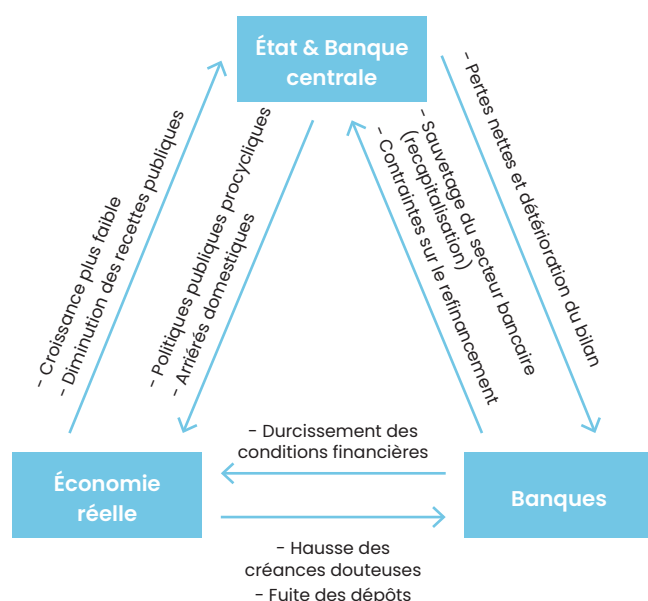
Historiquement, les épisodes de restructuration de la dette domestique dans les PED sont relativement fréquents (Reinhart et Rogoff, 2011) et peuvent par ailleurs accompagner des épisodes de restructuration de la dette externe. Alors que les épisodes d'insoutenabilité de la dette domestique

ont pu être gérés par le passé par de la création monétaire, de l'inflation ou des mesures de répression financière^[1], le FMI (2021c) estime, empiriquement, que c'est de moins en moins le cas en raison de l'intégration financière mondiale croissante des PED, qui devront privilégier une restructuration. Les effets d'une non-résolution ordonnée d'un défaut souverain peuvent être dévastateurs pour une économie et les créanciers domestiques : c'est le cas du Liban où l'absence de prise de décision sur le sujet depuis le printemps 2020 a conduit à une crise économique et financière inédite. La crise libanaise démontre par ailleurs qu'en l'absence de restructuration ordonnée, ce sont in fine les déposants (et donc la population) qui portent le coût du défaut.

Toutefois, les conséquences d'une restructuration de la dette domestique peuvent aussi être importantes. Elles impliquent notamment un impact sur les créanciers domestiques (banques, Banque centrale, secteur financier) qui jouent un rôle dans le financement de l'économie et la stabilité financière (graphique 7). Les crises bancaires sont plus souvent, dans les PED, la conséquence de crises souveraines que l'inverse (Panizza et Borzentsztein, 2008). Par ailleurs, aux conséquences directes d'un défaut souverain s'ajoutent des effets de second tour avec des boucles de rétroaction (notamment sur les finances publiques en cas de recapitalisation du secteur bancaire par exemple) qui peuvent engendrer des coûts supérieurs aux bénéfices attendus de la restructuration. C'est d'autant plus le cas que la détérioration de la situation économique ou le choc exogène ayant conduit au défaut souverain peuvent par ailleurs affecter le secteur bancaire concomitamment (augmentation des prêts non-performants, diminution des ratios de solvabilité, baisse de la rentabilité, tensions sur la liquidité, etc.). Tous ces éléments ont été accentués lors de la crise de 2020, et l'analyse des effets des restructurations de dette publique (domestique, externe – par exemple sous l'égide du Cadre Commun pour le Traitement de la Dette –, ou conjugué) sur le secteur bancaire est donc nécessaire. Les défauts sur la dette domestique interviennent par ailleurs plus fréquemment lorsque la part de la dette domestique dans la dette totale augmente et lorsque le secteur bancaire est peu profond et finance peu l'économie réelle (FMI, 2021c). C'est le cas d'un nombre croissant de PED aujourd'hui.

¹ Qui désignent des mesures unilatérales prises par les autorités qui bénéficient d'un avantage législatif ou exécutif. Elles peuvent inclure l'obligation par la loi de détention par les banques de titres publics, le recours à des arriérés sans intérêts ou le plafonnement des taux d'intérêt sur les titres publics.

Graphique 7 – Le nexus bancaire-souverain lors d'une crise souveraine



Source : Banque mondiale (2019)

Le canal principal de transmission aux banques d'une restructuration de la dette publique domestique passe essentiellement par leur exposition bilancielle à l'État, dont on a vu qu'elle avait fortement augmenté depuis dix ans et plus encore depuis 2020. Plus les banques sont exposées, plus la part de leur actif susceptible d'être déprécié est élevée – que ce soit par une perte de valeur actualisée nette, un haircut ou la titrisation des bons du Trésor qu'elles détiennent. Cela va d'abord fragiliser le secteur bancaire, dont la rentabilité et la liquidité vont mécaniquement diminuer. D'autre part, cela peut engendrer une diminution importante des ratios de solvabilité (d'autant qu'en période de stabilité, les titres publics bénéficient d'une pondération de risque favorable dans les ratios prudentiels) ainsi qu'un fort besoin de recapitalisation et dans les cas les plus extrêmes un haircut sur les dépôts. Enfin, les risques de contraction du crédit et de fuite des dépôts sont également élevés. Un défaut souverain sur la dette due au secteur bancaire peut donc impliquer une action des autorités budgétaires et monétaires pour limiter l'effet de contagion à l'ensemble de l'économie : recapitalisation (accentuée en présence de banques publiques systémiques ou de difficultés de la Banque centrale dont il faut

préserver les fonctions essentielles), activation de passifs contingents, injection de liquidité publique. C'est pourquoi le coût budgétaire des tensions ou d'une crise bancaire est plus élevé en moyenne dans les PED que dans les économies avancées (FMI, 2018 ; Balteanu et Erce, 2017).

Dans les PED, l'économie politique du nexus bancaire-souverain doit également faire l'objet d'une analyse spécifique. Les intérêts croisés entre, d'une part, les actionnaires des banques ou les grands déposants, et, de l'autre, les autorités politiques, peuvent constituer un obstacle à la résolution rapide d'un défaut souverain ou d'une crise bancaire. Ce facteur peut prendre un poids important lorsque le cadre juridique et institutionnel est faible, comme c'est plus fréquemment le cas dans certains PED (FMI, 2021c). C'est encore une fois le cas au Liban, où les intérêts croisés des différentes parties prenantes et le désaccord sur les répartitions des pertes expliquent l'absence de plan de restructuration généralisé depuis bientôt deux ans.

7. Le financement de l'État par les banques : risque systémique ou réduction des vulnérabilités ?

Le nexus bancaire-souverain devient donc une préoccupation croissante pour la stabilité des PED. Il s'est amplifié depuis 2020, alors que la soutenabilité des dettes publiques s'est détériorée tandis que l'exposition du secteur bancaire domestique au risque souverain a augmenté. Toutefois, l'expérience passée de certains pays montre que les restructurations de dette domestique peuvent sous certaines conditions être absorbées sans difficulté majeure par les banques – en particulier lorsque le secteur est bien supervisé et bien capitalisé (Banque mondiale, 2019 ; FMI, 2021c). Surtout, il ne faut pas pour autant considérer que le financement domestique de la dette publique constitue un facteur de vulnérabilité intrinsèque. Il reste un instrument de stabilisation macroéconomique par la réduction de l'exposition aux chocs exogènes et l'approfondissement des marchés des capitaux domestiques. L'intensification du nexus bancaire-souverain appelle donc avant tout l'attention des décideurs politiques, afin d'arbitrer entre les risques inhérents à chaque option de financement public et de préserver la soutenabilité de la dette publique domestique.

Références bibliographiques

Banque mondiale (2019), "The Sovereign Bank Nexus in EMDEs", *Policy Research Working Paper* 8950

BALTEANU I. et ERCE A. (2017), "Linking Bank Crisis and Sovereign Defaults: Evidence from Emerging Markets", *European Stability Mechanism Working Paper* 22/2017

FMI (2018), "Packaging the Sovereign-Bank Nexus", *Policy Paper* 2018/016

FMI (2021a), *Global Financial Stability Report: Preempting a Legacy of Vulnerabilities*

FMI (2021b), "Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets", *Analytical Notes* 2021/001

FMI (2021c), "Issues in Restructuring of Sovereign Domestic Debt", *Policy Paper* 2021/071

PANIZZA U. et BORENSZTEIN E. (2008), "The Costs of Sovereign Default", *IMF Working Paper* 2008/238.

REINHART C. et ROGOFF K. (2011), "The Forgotten History of Domestic Debt", *Economic Journal of the Royal Economic Society*, 121 (552)

RIVETTI D. (2021), *Debt Transparency in Developing Countries*, Banque mondiale

Focus pays

Cameroun

Éthiopie

Ghana

Kenya

Togo

Indonésie

Liban

Brésil

Costa Rica

République dominicaine

Cameroun : Une dépendance accrue de l'État aux financements bancaires et externes

Alix Vigato – vigatoa@afd.fr

Depuis 2014, la baisse des prix pétroliers, combinée à la dégradation de la situation sécuritaire et aux effets de la pandémie de Covid-19, a conduit à un ralentissement de la croissance économique et à une hausse de la dette publique du Cameroun. Afin de se financer, l'État a dû mobiliser d'importants financements bancaires et externes. Bien que cette stratégie fragilise le secteur bancaire, contraigne le développement du secteur privé et renchérisse le service de la dette, les perspectives économiques de moyen terme sont relativement favorables.

Si le secteur pétrolier reste l'un des principaux moteurs de la croissance du Cameroun, son économie est la plus diversifiée d'Afrique centrale. Le pays peut s'appuyer sur des filières agricole (cacao, coton, café, fruits, caoutchouc, palme), sylvicole et minière dynamiques, et, plus récemment, sur le rapide développement de sa filière gazière. Depuis mi-2014 et la baisse du cours des matières premières, l'économie a ralenti mais a su démontrer une certaine résilience. Également affecté par la dégradation de la situation sécuritaire, en particulier dans les régions anglophones de l'Ouest et du fait des incursions de groupes islamistes au Nord, le taux de croissance annuel moyen s'est en effet établi à 4,0 % entre 2015 et 2019 (contre 5,0 % en 2010-2014).

Une reprise économique soutenue par le rebond des prix des matières premières et de l'investissement

En 2020, l'économie a souffert des effets de la pandémie et en particulier de la baisse des cours pétroliers, ainsi que d'importantes inondations et des tensions dans les régions anglophones. Elle est néanmoins parvenue à maintenir un taux de croissance positif à 0,5 %. La croissance aurait rebondi à 3,5 % en 2021 selon le FMI, profitant notamment de la progression des prix des matières premières et de la hausse de la production agricole, et ce malgré les lents progrès de la vaccination contre le Covid-19.

À moyen terme, la croissance économique devrait accélérer et dépasser 5 % à partir de 2024. Elle devrait être portée par le développement de nouvelles infrastructures (routes, barrages, ports,

terminaux gaziers, etc.), en lien avec la stratégie gouvernementale « SND30 » qui prévoit un total de 65 Mds USD d'investissements d'ici 2030. Les autorités prévoient ainsi une augmentation des dépenses d'équipement concomitante à une hausse des investissements étrangers et du soutien multilatéral au cours des prochaines années.

Une exposition croissante du secteur bancaire camerounais aux souverains des pays de la CEMAC

Le secteur financier camerounais est peu profond. L'actif bancaire ne représente que 30 % du PIB en 2020, alors que seulement 35 % des Camerounais avaient accès à des services financiers en 2017 et 10 % à un compte bancaire.

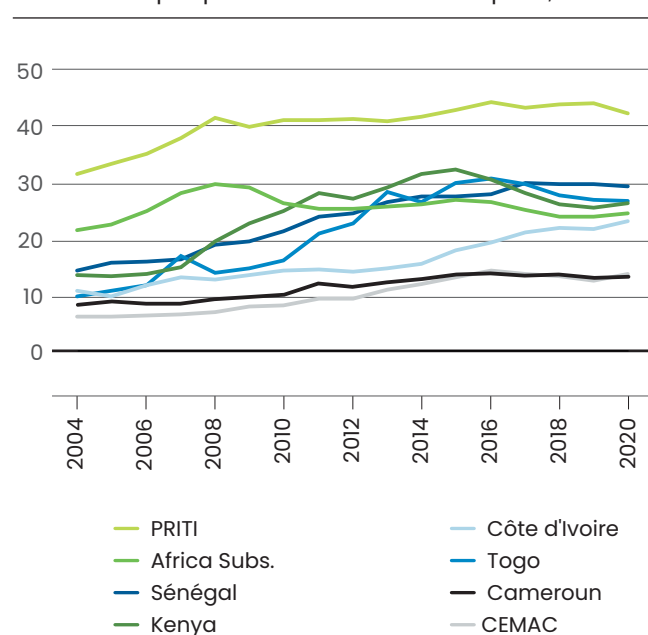
De plus, le secteur bancaire est fortement exposé aux souverains des pays de la sous-région (Cameroun, mais aussi Gabon, Guinée équatoriale, Tchad, République du Congo et République centrafricaine). Ainsi, plus d'un quart des actifs des banques camerounaises est constitué de crédits et titres publics (hors entreprises publiques)^[2]. Cette exposition a été multipliée par près de cinq entre 2014 et 2020, les banques orientant largement leurs financements vers le secteur public dans un contexte de creusement des déficits budgétaires. Alors que le secteur bancaire camerounais apparaît relativement fragile (taux de prêts non performants de 14 % en août 2021), ce mouvement

2 Les créances des banques camerounaises sur les États de la CEMAC représentent 26 % des actifs (données FMI).

a sensiblement renforcé l'interdépendance entre les deux secteurs et donc le risque systémique. De même, le montant des financements de la Banque centrale à l'État camerounais a été multiplié par 14 sur la période, une tendance également observable à l'échelle régionale^[3].

Le secteur privé camerounais (en particulier les PME) apparaît, à l'inverse, sous-financé. En atteste la faiblesse du crédit au secteur privé : 13 % du PIB au Cameroun (stable depuis 2014), contre 24 % du PIB en moyenne en Afrique subsaharienne. Si un effet d'éviction existe, dans la mesure où le secteur public, jugé plus rentable, « aspire » une large part des financements bancaires, le sous-financement du secteur privé doit également être imputé à différentes rigidités structurelles en lien avec le climat des affaires.

Graphique 8 - Crédit au secteur privé, % du PIB



Sources : FMI, BM

En parallèle, un recours accru aux financements externes pour couvrir la totalité du besoin de financement public

En dépit des efforts de consolidation budgétaire observés depuis 2017, le déficit public

s'est élevé à 4,1 % du PIB en moyenne entre 2015 et 2020. Le déséquilibre des comptes publics est structurel et lié à la faiblesse des recettes (omniprésence du secteur informel, déclin des réserves pétrolières), insuffisantes pour couvrir le niveau des dépenses. Plus conjoncturellement, il est exacerbé par la faiblesse des cours des matières premières observée depuis 2014, les tensions sécuritaires et la pandémie de Covid-19.

Le surplus d'endettement qui en a résulté – doublement du ratio de dette publique/PIB entre 2014 et 2020 (de 22 % à 46 % du PIB) – n'a pu être que partiellement financé par des ressources domestiques (bancaires essentiellement). La dette détenue par des résidents a ainsi progressé de 9 points de PIB sur la période, contre 16 points pour les non-résidents. Les conditions associées à cet endettement externe sont toutefois moins favorables (dette due à la Chine et à des créanciers privés notamment) et ont contribué à renchérir le service de la dette. Cela a conduit le FMI à successivement requalifier le risque de surendettement externe camerounais de « faible » à « modéré » (2014) puis « élevé » (2015).

L'émission d'un nouvel eurobond et la conclusion d'un programme FMI en appui aux finances publiques

Le gouvernement a annoncé en juin 2021 l'émission, avec succès, d'un eurobond de 685 Mns EUR (sursouscrit 3,2 fois) qui vient notamment refinancer, à des conditions plus favorables, un précédent eurobond émis en 2015 (taux de 6,0 % pour une maturité de 12 ans, contre 9,0 % en 2015). En parallèle, un accord a été trouvé avec le FMI en juillet au sujet d'un nouveau programme de trois ans. Il permettra le décaissement de 690 Mns USD et vise notamment à soutenir le plan gouvernemental d'investissements SND30. La Banque mondiale a également annoncé en septembre le financement de nouveaux projets au Cameroun pour un total de 735 Mns USD sous la forme de prêts concessionnels.

L'évolution des comptes publics camerounais semble donc orientée favorablement. Malgré une hausse attendue des dépenses d'équipement, le solde budgétaire pourrait rapidement se rapprocher de l'équilibre, tandis que le niveau de dette publique entamerait une décrue dès 2022 (35 % du PIB projeté en 2026).

3 Les créances de la BEAC sur l'État camerounais sont passées de 81 Mds XAF en 2014 à 1 123 Mds XAF en 2020 (données BEAC).

Éthiopie : Un champion de la Corne de l'Afrique en grande difficulté

Maëlan Le Goff – legoffm@afd.fr

La mise en œuvre d'une politique d'industrialisation, soutenue par l'investissement public, a permis un rattrapage économique rapide de l'Éthiopie au cours de la dernière décennie. Elle n'a toutefois pas suffi à extraire l'Éthiopie de la catégorie des PFR, malgré son ambition de devenir un PRI d'ici 2025, et a accentué la vulnérabilité de ses fondamentaux économiques. La nette dégradation de la situation sécuritaire depuis l'été 2021 risque de peser sur une économie déjà affaiblie par la pandémie, les sécheresses et les invasions de criquets. Avec le Tchad et la Zambie, l'Éthiopie est en première ligne dans la mise en place du Cadre commun du traitement de la dette.

Si le dynamisme économique de l'Éthiopie, sa politique de transformation structurelle et ses progrès en matière de développement humain ont longtemps suscité l'admiration de la communauté internationale, c'est aujourd'hui avec une grande inquiétude que les yeux sont rivés sur l'actualité de ce pays. Au-delà de ses effets sur les perspectives économiques, la dégradation de la situation sécuritaire fait craindre une grave crise humanitaire et une déstabilisation de la sous-région.

Une décennie de progrès socio-économiques très rapides

Entre 2010 et 2018, le PIB réel de l'Éthiopie s'est accru au taux annuel moyen exceptionnel de 9,7 %. Cette forte croissance a reposé sur une politique de modernisation de l'agriculture et d'industrialisation initiée par l'EPRDF (Front démocratique et révolutionnaire des peuples éthiopiens), coalition dominée par le TPLF (Front de libération du peuple du Tigré) restée au pouvoir près de trois décennies à partir de 1991. Cette stratégie était soutenue par d'importants investissements publics (transports, électricité, etc.), reflet d'un État toujours très présent malgré le renversement du régime marxiste du Derg (1975-1991). Les progrès économiques ont été accompagnés d'avancées sociales, avec notamment un doublement du taux d'alphabétisation des adultes (52 %) et une espérance de vie allongée de presque 20 ans (à 67 ans) depuis 1994.

Cette croissance économique impressionnante n'a toutefois pas suffi à améliorer significativement le niveau de vie de la population, et l'Éthiopie reste à la traîne en matière de capital humain. Plombé

par la croissance démographique du deuxième pays le plus peuplé d'Afrique (115 millions d'habitants), le revenu nominal par tête ne dépasse pas les 900 USD, retenant l'Éthiopie dans la catégorie des PFR. Par ailleurs, partant de loin, elle est seulement classée à la 173^e place sur 189 pays en termes d'indice de développement humain (IDH). Enfin, l'économie continue de souffrir de plusieurs faiblesses structurelles découlant en partie de l'idéologie marxiste qui a marqué la politique économique du pays depuis 1975.

Des fondamentaux économiques toujours fragiles

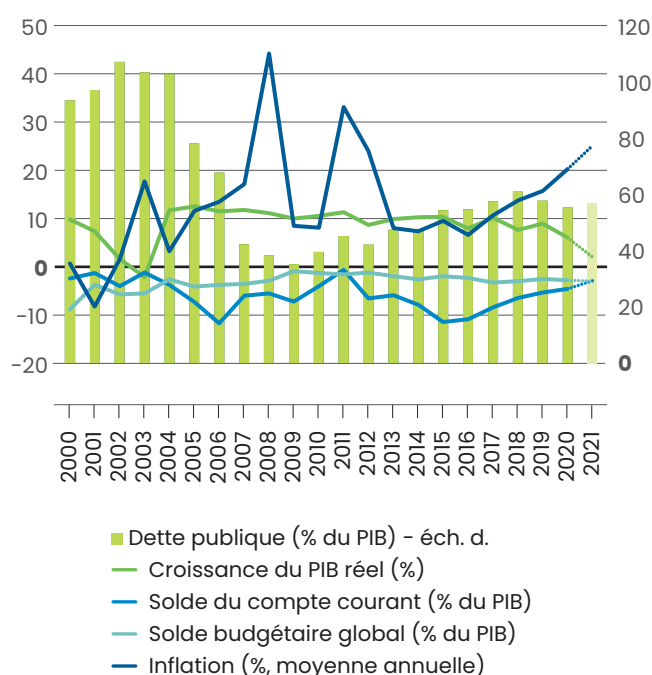
La mobilisation fiscale étant limitée (11,7 % du PIB en 2020^[4]), les vastes investissements publics réalisés par l'EPRDF ont été financés essentiellement par des emprunts auprès de créanciers extérieurs, notamment chinois. Cela a conduit à une hausse très importante de l'endettement public qui a atteint près de 110 % du PIB en 2004. Après être redescendue sous les 40 % grâce à l'initiative PPTE (pays pauvres très endettés), la poursuite des programmes d'investissements a conduit à une remontée de la dette qui représentait 55,4 % du PIB en 2020. Sa structure est également source d'inquiétudes : libellée à plus de 50 % en devises, sa soutenabilité est compromise par la faiblesse structurelle des réserves en devises. En effet, les besoins du pays en biens d'équipement, essentiellement importés, conjugués à des exportations contraintes par un taux de change surévalué, contribuent au déficit de la balance commerciale.

4 Les statistiques macroéconomiques fournies par le FMI ou les autorités locales sont renseignées par année fiscale : l'année 2020 correspond à l'année fiscale 2019-2020, qui va de début juillet 2019 à fin juin 2020.

Cette situation pèse sur l'accumulation des réserves, qui couvrent rarement plus de deux mois d'importations, encourage les pressions à la baisse sur le birr (-20 % en 2021) et contribue à la hausse des prix domestiques. À deux chiffres depuis 2017, l'inflation tend à s'amplifier fin 2021 sous l'effet du conflit et de la sécheresse.

Pour favoriser un passage de relais entre le secteur public et le secteur privé, qui faciliterait le rééquilibrage des finances publiques, un léger vent de réformes a été insufflé par A. Abiy, Premier ministre depuis 2018. Les prémices d'un désengagement de l'État de la sphère économique ont été observés, notamment dans le secteur des télécommunications. Ce plan de réformes était soutenu par un programme FMI signé en décembre 2019, dont la tranche concessionnelle a depuis expiré.

Graphique 9 – Principaux agrégats macroéconomiques



Source : FMI (WEO, 2021)

Un conflit préjudiciable à l'économie réelle, notamment au secteur bancaire

La concentration du pouvoir central – qui a conservé un rôle majeur malgré la proclamation d'un système fédéral organisé sur une base ethnolinguistique en 1994 – aux mains de l'ethnie

tigréenne depuis trente ans, ajoutée à la faible redistribution des fruits de la croissance, ont attisé le mécontentement du reste de la population, et conduit à la démission du Premier ministre H. Desalegn puis à la nomination d'A. Abiy (de l'ethnie oromo) en 2018. Après avoir éloigné du pouvoir de nombreux dirigeants tigréens, celui-ci a rassemblé les partis de l'EPRDF dans l'unique PB (*Paartii Badhaadhiinaa*, Parti de la Prospérité). Le TPLF a toutefois refusé de l'intégrer et de reporter les élections législatives comme l'exigeait le gouvernement central, conduisant au conflit actuel.

La dynamique de croissance a été contrariée par l'arrivée de la pandémie de Covid-19, les mauvaises performances du secteur agricole et les premiers affrontements entre le gouvernement central et le TPLF à partir de novembre 2020. Elle aurait ralenti à 6,1 % en 2020 et à environ 2 % en 2021 selon le FMI (WEO d'octobre 2021). Si l'absence de prévisions du Fonds au-delà de 2021 reflète l'incertitude liée à la dégradation du climat sécuritaire, l'escalade du conflit risque d'impacter l'économie réelle via : i) la production agricole, provenant majoritairement des régions en conflit ; ii) d'éventuelles perturbations sur l'axe Addis-Abeba-Djibouti par lequel transite les marchandises exportées ou importées ; iii) la suspension de l'AGOA (*African Growth and Opportunity Act*) qui permet à certains produits éthiopiens d'entrer sans franchise de douane sur le marché états-unien ; iv) un désengagement des bailleurs et des investisseurs étrangers, ou encore ; v) des tensions budgétaires supplémentaires liées au conflit.

Le secteur bancaire pourrait également être fortement affecté par le conflit. Très peu développé (les actifs représentent seulement 60 % du PIB), il est dominé par deux banques publiques. S'il est ouvert aux ressortissants étrangers d'origine éthiopienne depuis 2019, les investisseurs étrangers ne sont toujours pas autorisés à y investir. En outre, si l'obligation pour les banques privées d'acheter des titres émis par la banque centrale à hauteur de 27 % des prêts décaissés a été levée, le secteur bancaire continue de financer essentiellement le secteur public, l'exposant fortement au risque de défaillance de l'État et des entreprises publiques. Cela pénalise le secteur privé, déjà confronté à une pénurie de devises, aux obstacles institutionnels, au manque d'infrastructures et aux coupures d'électricité.

Ghana : Des déséquilibres budgétaires aux déséquilibres macroéconomiques et financiers

Benoît Jonveaux – jonveauxb@afd.fr

L'économie ghanéenne présente des atouts économiques structurels et bénéficie d'une stabilité socio-politique et d'un climat des affaires relativement plus favorables qu'au sein des pays pairs de la région. Cela explique les taux de croissance économique élevés observés depuis 2010 (6,6 % en moyenne), avec lesquels le pays devrait renouer à partir de 2022. La stabilité macroéconomique est toutefois exposée à un risque important en raison des dérapages budgétaires successifs ayant conduit à une hausse sensible de la dette publique (de 29 % du PIB en 2010 à plus de 80 % fin 2021) et des besoins de financement de l'État. La couverture de ceux-ci pourrait s'avérer difficile en 2022 en raison de la hausse des spreads souverains observés au dernier trimestre 2021 et du retrait des investisseurs étrangers du marché obligataire local. Cela devrait par ailleurs accroître significativement les vulnérabilités en matière d'équilibres extérieurs et de stabilité monétaire, financière et bancaire.

La soutenabilité des finances publiques ghanéennes se détériore depuis plusieurs années

La détérioration des finances publiques constitue la principale faiblesse de l'économie du pays. En dépit du régime de croissance élevé du Ghana, le déficit public s'est élevé en moyenne à 6,8 % du PIB au cours de la décennie passée et n'a jamais été inférieur à 4 % du PIB. Il a atteint un niveau record en 2020 (15,7 % du PIB) sous le coup de la crise économique et sanitaire et le FMI ne le voit pas repasser sous la barre des 10 % avant 2025, contrairement au gouvernement qui vient de faire adopter le budget 2022 présentant une cible de déficit public de 7,4 % du PIB. Ces niveaux élevés de déficits au cours des années passées proviennent à la fois de la faiblesse des recettes budgétaires (en particulier des recettes fiscales qui ont été ramenées de 15 % du PIB en 2012 à 12 % en 2020) et de la structure incompressible des dépenses, notamment la masse salariale (45 % des recettes publiques) et les intérêts de la dette (50 % des recettes contre 17 % en 2012).

Conséquence de l'accumulation de ces déficits, la dette publique a sensiblement augmenté. Elle est passée de 29 % du PIB en 2010 à 79 % en 2020 et pourrait atteindre jusqu'à 84 % fin 2021. Le profil et la structure de la dette publique se sont également détériorés, avec une dépendance accrue aux financements externes non-conces-

sionnels et au marché bancaire domestique (où les maturités sont plus courtes et le coût de financement plus élevé) qui font peser un risque croissant sur sa soutenabilité à moyen voire court terme. Le maintien d'un besoin de financement public important (plus de 20 % du PIB en moyenne sur les cinq prochaines années) pourrait engendrer des déséquilibres macroéconomiques.

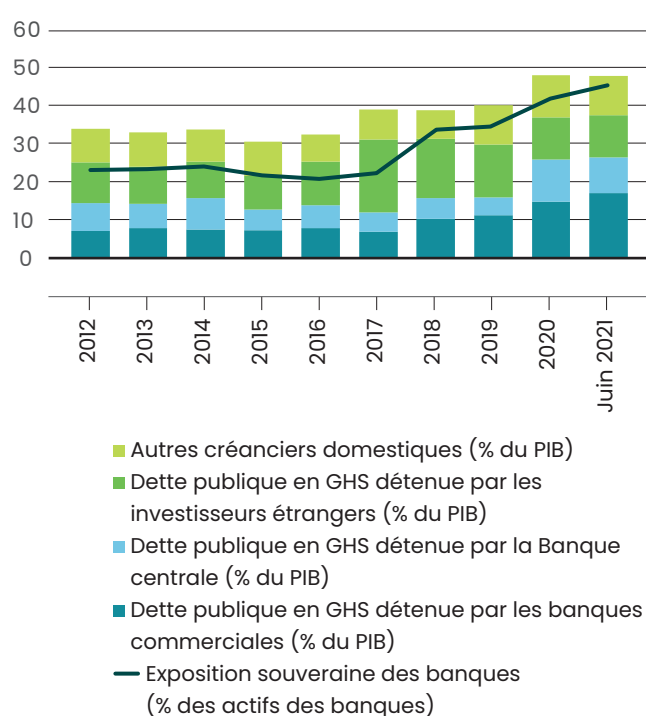
La capacité de financement externe de l'État pourrait être remise en cause en 2022

Depuis le début des années 2010, le rôle des créanciers privés étrangers dans le financement de l'État a sensiblement augmenté. C'est d'abord la conséquence de la sollicitation des marchés de capitaux internationaux (eurobonds), le pays ayant procédé à 9 émissions depuis 2013 pour un montant cumulé de près de 18 Mds USD. C'est aussi le fait de l'appétit croissant d'investisseurs étrangers pour le marché de la dette publique en monnaie locale jusqu'en 2017.

Les risques associés à ces sources de financement peuvent être importants, et se sont matérialisés en 2020-2021. Le Ghana a certes réussi à placer plus de 3 Mds USD en eurobonds au printemps 2021, mais à des taux élevés (8,625 % pour la tranche à 12 ans par exemple). Surtout, le sentiment du marché se détériore depuis septembre en raison de l'inquiétude sur le maintien de déficits

publics élevés et des anticipations de normalisation de la politique monétaire américaine. Les spreads souverains en devises ont ainsi dépassé 1000 points de base en décembre 2021, matérialisant *de facto* la fermeture de l'accès aux marchés internationaux. C'est pourquoi le gouvernement a renoncé à solliciter les marchés une seconde fois en 2021 contrairement à ce qu'il avait prévu en début d'année. De la même façon, le budget 2022 voté fin novembre ne prévoit pas d'émission d'eurobond, pour la première fois depuis plus de cinq ans. Par ailleurs, le dynamisme des investisseurs étrangers sur le marché de la dette domestique a ralenti depuis plusieurs années, et la part de ceux-ci est passée de 40 % de la dette en cedi en 2017 à un peu moins de 20 % mi-2021.

Graphique 10 - Évolution de la dette publique en monnaie locale



Sources : FMI (IFS), Bank of Ghana

Les déséquilibres budgétaires risquent de se propager à l'ensemble de l'économie

La première conséquence de ce tarissement des financements externes de l'État est l'impact sur les équilibres extérieurs du pays. Le

besoin de financement externe du pays devrait en effet demeurer élevé au cours des prochaines années en raison d'un creusement tendanciel du déficit courant et de la hausse du niveau et du coût de la dette externe. Or, les émissions d'eurobonds ont constitué depuis 2013 la source principale à la fois de financement externe du pays et d'accumulation des réserves de change. Le montant liquide et disponible des réserves ne dépassait toutefois pas trois mois et demi d'importations mi-2021 et la couverture des besoins de financement externe du pays en 2022 pourrait s'avérer délicate et avoir un impact sur la valeur du cedi.

La seconde conséquence concerne la stabilité bancaire et financière du Ghana. L'interruption des émissions d'eurobonds, le retrait tendanciel des investisseurs étrangers du marché de la dette domestique et l'arrêt du financement du déficit public par la Banque centrale (dont l'exposition au souverain est exceptionnellement passée de 17 % de son bilan en 2019 à 34 % en 2020, après des années de réduction) devraient impliquer une sollicitation accrue du secteur bancaire domestique pour le financement du déficit public et le refinancement de la dette publique libellée en cedi. Or, le secteur bancaire ghanéen est peu développé (les actifs consolidés du secteur représentent 40 % du PIB en 2020) et déjà très exposé au risque souverain. Les titres publics absorbaient plus de 45 % des actifs des banques en juin 2021 (contre 20 % en 2017). La capacité de financement de l'État par les banques locales est donc restreinte et fait peser un risque sur la stabilité du secteur, qui sort d'un vaste chantier de consolidation et de restructuration entamé en 2016. L'effet d'éviction sur le crédit au secteur privé sera également important, alors que celui-ci est l'un des plus faibles de la région et ne dépassait pas 11,5 % du PIB fin 2020. Cela ne sera pas non plus neutre sur les décisions de politique monétaire de la Banque centrale, contrainte dans son policy mix par les impératifs de contribution à la relance de l'économie, de maîtrise de l'inflation (alors que celle-ci dépasse depuis septembre 2021 la fourchette haute de la bande cible de la Banque centrale), de modération des coûts de financement de l'État et d'attractivité vis-à-vis des investisseurs étrangers. Les défis auxquels le gouvernement devra répondre en 2022 sont donc multiples et complexes.

Kenya : Des vulnérabilités croissantes

Marion Hémar – hemarm@afd.fr

Bien que dynamique et bénéficiant d'une relative diversification de l'économie, la croissance kenyane reste volatile, vulnérable aux aléas climatiques et aux turbulences politiques. Alors que l'investissement public soutenait la croissance depuis 2010, son ralentissement depuis 3 ans met en évidence les vulnérabilités du modèle kenyan et les difficultés du secteur privé à prendre le relais. Les efforts déployés en termes d'investissement public en infrastructures et la crise sanitaire se sont traduits par des déficits jumeaux élevés et une dynamique haussière de la dette publique. Les pressions externes sont fortes et le besoin d'ajustement budgétaire reste entier.

Après deux décennies d'atonie ayant entraîné la stagnation du revenu réel par habitant entre 1977 et 2000, la croissance économique kenyane a connu une accélération significative. Les violences politiques de 2008 et la crise financière internationale n'ont eu qu'un effet temporaire sur la croissance, et l'activité économique a rapidement rebondi à partir de 2010 (6 % de croissance en moyenne annuelle au cours de la décennie). La consommation privée est très largement le premier facteur de croissance ; elle est soutenue par une élévation du niveau de vie moyen et les transferts de la diaspora.

Les freins à la croissance sont multiples

En 2020, la croissance a connu un coup d'arrêt (à -0,3 %) conséquence de la crise mondiale suite à l'épidémie de Covid-19, à l'origine de perturbations des chaînes d'approvisionnement et de distribution, d'une baisse des exportations et des recettes touristiques. En 2021, la croissance pourrait connaître un rebond à +5,6 % résultant principalement d'un effet de base et dans une moindre mesure de la reprise de la demande domestique et du secteur des services. Source d'agitation politique, la campagne pour les élections présidentielles et législatives de 2022 est déjà engagée et pourrait donner lieu à des troubles sociaux tels qu'observés lors des précédentes élections. L'environnement régional est toujours instable, notamment en raison des attaques du groupe Al Shabab, tandis que les relations avec les pays frontaliers sont parfois tendues.

Enfin, le risque climatique est particulièrement élevé au Kenya, auquel le secteur agricole (26 % de la valeur ajoutée) est très exposé, sachant que la production agricole constitue la principale source de revenu pour plus de la moitié de la

population. Selon l'indicateur de *Notre Dame Global Adaptation Index* (ND-GAIN), qui mesure l'exposition du pays et sa capacité d'adaptation, le Kenya se place à la 34^e place sur 182 pays recensés et figure donc parmi les pays les moins résilients aux effets du changement climatique.

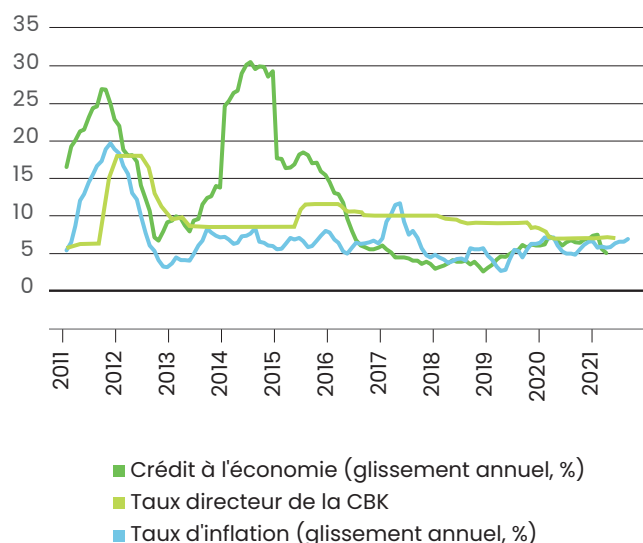
Le financement du déficit sur le marché domestique a pénalisé celui du secteur privé

Depuis mi-2015, la croissance du crédit au secteur privé ralentit en termes nominaux et baisse en termes réels sur fond de réticences des opérateurs économiques du fait des turbulences engendrées par les élections, du moindre dynamisme du secteur privé en lien avec la contraction de l'investissement public au cours des dernières années, et de l'impact de la loi sur le plafonnement des taux d'intérêt entre 2016 et 2019. En raison d'une politique budgétaire expansionniste, le National Treasury a eu abondamment recours à l'émission de titres de dette sur le marché domestique des capitaux, captant une part croissante de la liquidité des banques (35 % des crédits 2021 contre 20 % en 2016). La mise en place de l'encadrement des taux d'intérêt a eu pour effet d'aggraver cette tendance et de limiter fortement la croissance du crédit au secteur privé, renforçant ainsi l'effet d'éviction du secteur privé au profit du financement du secteur public.

Alors que l'on observait une timide reprise de la croissance des crédits au secteur privé depuis la suppression du plafonnement des taux (+ 6 % en g.a. en début d'année 2020), la crise sanitaire est venue enrayer cette dynamique. Le doublement du taux des prêts non performants, conséquence notamment des arriérés de paiement du secteur public sur ses fournisseurs, témoigne également

des difficultés rencontrées par le secteur privé. Le taux de pénétration du crédit au secteur privé demeure faible en 2020 (26 % du PIB contre 32 % en 2015, selon les données AFRREO). Le secteur financier est innovant et très profitable avec une forte inclusion financière (parmi les plus élevées d'Afrique de l'Est).

Graphique 11 – Croissance des crédits à l'économie, taux d'inflation et taux directeur (en %)



Sources : FMI (IFS), CBK, calculs des auteurs

Une dépendance aux financements externes accrue

L'économie kenyane est caractérisée par des déficits jumeaux importants, qui la rendent tributaire des financements extérieurs. Suite aux violences de 2008 et à la crise financière internationale, le gouvernement a desserré la contrainte budgétaire pour apaiser les tensions sociales et relancer l'activité par un ambitieux programme d'investissements. Avec la baisse des recettes budgétaires et un niveau élevé des dépenses, le déficit budgétaire est demeuré élevé au cours des 5 dernières années (à 8 % du PIB en moyenne). Le manque de discipline budgétaire est encouragé par le recours relativement facile, mais coûteux, aux marchés financiers internationaux et nationaux (facilité par le plafonnement des taux) pour financer le déficit budgétaire. Ainsi, malgré le dynamisme de la croissance, le taux d'endettement a poursuivi sa progression : + 15 p.p. au cours des 5 dernières années à 70 % du PIB fin juin 2021.

La dette publique en devises (36,5 % du PIB fin juin 2021) a fortement augmenté au cours des dernières années avec une hausse de la part des prêts à conditions commerciales entraînant un renchérissement du coût de l'endettement public. Concernant la dette publique en monnaie locale, le raccourcissement des maturités augmente le besoin de financement. Plus de la moitié des titres publics en monnaie locale sont détenus par des banques commerciales, et dans une moindre mesure, les fonds de pension.

Depuis mai 2020, l'analyse de viabilité de la dette (AVD) du FMI positionne le Kenya en risque élevé de surendettement étant donné le dépassement des seuils de deux ratios, un de solvabilité et un de liquidité, au moins jusqu'en 2025. La sortie de crise avec la reprise des exportations et de la croissance économique devrait contribuer à améliorer les indicateurs de soutenabilité de la dette. Toutefois, de façon structurelle, la soutenabilité de la dette est conditionnée à la consolidation des finances publiques. Le Conseil d'administration du FMI a validé, en avril 2021, un nouveau programme pour le Kenya (2,4 Mds USD). Il vise notamment à encourager une consolidation budgétaire à travers l'augmentation des recettes fiscales et la maîtrise des dépenses tout en protégeant les plus vulnérables.

Le déficit du compte courant, structurellement élevé depuis 2010, se stabilise à un niveau élevé en 2019 à 5,8 % du PIB. Alors que le déficit commercial a atteint 11,2 % du PIB en 2019, le dynamisme du tourisme et des transferts de la diaspora (2,9 % du PIB en 2019) a permis de limiter l'ampleur du déficit courant. Les transferts des migrants sont devenus la principale source de devises, devant le tourisme et les exportations de thé, de café et de produits horticoles. En 2020, le déficit du compte courant se réduit à 4,6 % du PIB avec l'amélioration de la balance commerciale (à -8,5 % du PIB) et la progression des transferts des migrants, (+ 10 % en 2020 selon la CBK). Le déficit du compte courant est financé majoritairement par des flux générateurs de dette du secteur public (4,5 % du PIB en 2020) alors que les IDE se réduisent (à 0,4 % du PIB en 2020). Le besoin de financement externe (BFE) est estimé à environ 6,7 % du PIB en 2021, principalement couvert par les emprunts du secteur public (Banque mondiale, BAD, FMI (ECF/EFF), moratoire ISSD). En 2021, les réserves en devises ont augmenté de 1,8 Md USD (soit presque 6 mois d'importations de biens et services). L'allocation supplémentaire de 520 DTS soit 730 Mns USD fin août 2021 a contribué à la reconstitution des réserves.

Togo : Relancer la consolidation macroéconomique interrompue par la crise

Luciana Torrellio – torrelliobaudo@afd.fr

La crise du Covid-19 est venue mettre un coup d'arrêt à une phase de consolidation macroéconomique initiée en 2017, mais l'économie togolaise a tout de même fait preuve de résilience. La croissance a ralenti en 2020 (+1,8 %), et les projections du FMI d'octobre 2021 tablaient sur une reprise de 4,8 % sur l'année écoulée, soutenue par la remontée des cours du phosphate et la reprise de l'investissement public et privé. Des discussions devraient se poursuivre en vue de finaliser un nouvel accord de facilité élargie de crédit (FEC) avec le FMI visant à soutenir la croissance économique et les finances publiques dans un pays à faible revenu en proie à des soubresauts sociopolitiques.

Petite économie ouverte et peu diversifiée, le Togo s'est positionné en tant que *hub* de transport en Afrique de l'Ouest, notamment suite à la crise ivoirienne des années 2000. Le niveau de vie par habitant avait fortement décru pendant cette période, marquée par un accroissement démographique supérieur à la croissance économique erratique et sapée par les tensions socio-politiques. Cependant, il s'est inscrit dans une dynamique de rattrapage depuis le retour des bailleurs internationaux et d'une croissance économique plus soutenue et moins volatile, avec un taux de croissance annuel moyen de 5,7 % entre 2010 et 2019. Des investissements conséquents dans les infrastructures du transport et de l'énergie, ainsi qu'un meilleur climat des affaires, ont porté la croissance des activités agricoles (principalement coton, café et cacao), extractives (clinker, phosphate) et de services et transports (port et aéroport de Lomé). Le Plan national de développement 2018-2022 vise à poursuivre la stratégie de plateforme de transport régional, à développer des centres agricoles et à soutenir le développement humain.

Récession évitée en 2020, révision substantielle du PIB et perspectives de croissance favorables nonobstant le risque sociopolitique

La croissance économique en 2020 a été revue à la hausse par le FMI à 1,8 % (contre 0,7 % dans le WEO d'avril 2021) et pourrait avoir rebondi à 5 % en 2021 avant une accélération à 6 % en 2022, soutenue par la remontée des cours du phosphate et la reprise

de l'investissement public et privé. La croissance potentielle à moyen terme est estimée par le FMI à 6,5 %. Le revenu national brut par habitant a été revu à la hausse à 920 USD en 2020 (suite au rebasage du PIB en 2020) et place toujours le Togo parmi les pays à faible revenu (22^e plus faible au monde).

Au pouvoir depuis 2005 après avoir succédé à son père qui a dirigé le pays pendant 38 ans, le président Faure Gnassingbé a finalement été réélu en février 2020 dans un climat plus apaisé, après les troubles sociaux de 2017-2019. La prolongation de l'état d'urgence sanitaire jusqu'en septembre 2022 alimente toutefois les tensions et le risque de troubles sporadiques qui pourraient affecter la confiance des investisseurs. Les programmes sociaux et de santé déployés face à la pandémie, comme les transferts via les téléphones portables en soutien aux travailleurs informels ont pu contribuer à l'apaisement des tensions sociales, dans un pays classé 167^e/189 en termes d'indice de développement humain (IDH) en 2019.

Nouvelle dégradation des finances publiques après des efforts de consolidation pré-crise de Covid-19

Le programme de consolidation budgétaire sous l'égide du programme FEC qui a pris fin en avril 2020 (des discussions avec le FMI sont en cours pour le renouvellement de l'accord) a permis de réduire le déficit budgétaire pré-crise (+1,6 % du PIB en 2019). Toutefois, les plans de relance économique et sociale ont mécaniquement augmenté le ratio dépenses publiques/PIB d'environ 7pp en 2020. Le

déficit budgétaire devrait se réduire à -6 % du PIB en 2021 (contre -7 % du PIB en 2020) reflétant une hausse des recettes et une stabilité des dépenses (WEO 2021).

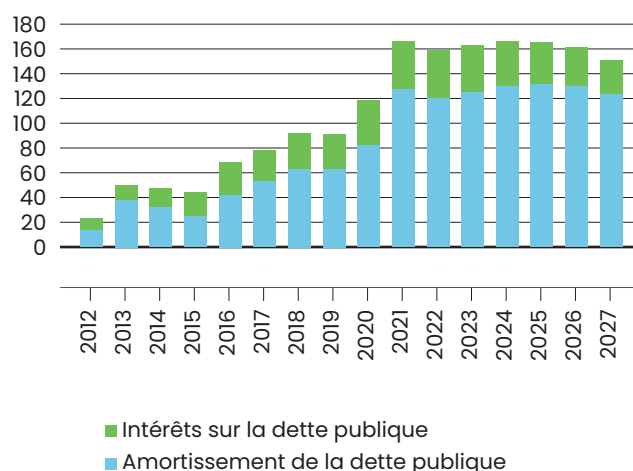
La dette publique a progressé de + 8pp pour s'établir à 60 % du PIB en 2020, sous l'effet des émissions de bons du Trésor et des billets de trésorerie Covid-19, et devrait atteindre 63 % en 2021. Afin de réduire le coût de son endettement domestique (60 % de la dette publique en 2020-2021), le Togo a entrepris un reprofilage de sa dette fin 2019 grâce à des conditions de financement externe plus favorables avec des maturités plus longues et un taux d'intérêt plus faible.

Cependant, la charge du service de la dette publique est attendue en forte progression dans les années à venir (graphique) et la maturité moyenne du portefeuille de dette reste assez courte (trois ans sur la dette domestique). En revanche la totalité de l'encours de dette est à taux fixe. Concernant la dette extérieure, les risques résultent d'un pic de remboursements à partir de 2026 et jusqu'en 2029. Estimée à 25 % du PIB en 2021, la dette externe demeure en revanche largement concessionnelle.

Besoin de financement supplémentaire couvert par le marché régional, la BCEAO et les bailleurs internationaux.

Après une forte croissance de la détention de titres publics par les banques commerciales togolaises entre 2016 et 2019, l'exposition des banques au souverain s'est réduite en 2020-2021, de 17 % à 14 % des actifs consolidés et de 23 % à 18 % de l'encours de dette publique. Les opérations de reprofilage de la dette publique ont substitué de la dette externe (en devises) à de la dette domestique. L'emprunt de 103,6 Mns EUR auprès d'une banque commerciale internationale en 2019 et un autre emprunt en mai 2020 de 150 Mns EUR (soit 3 % du PIB au total) ont en effet permis de rembourser par anticipation un prêt contracté auprès de la banque togolaise Ecobank équivalent à 3 % de la dette publique totale. Entre 2019 et 2021, l'exposition de la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) au gouvernement togolais a cru de 3 à 4 % du PIB, soit de 6 à 7 % de la dette publique du pays (avec un pic à 8 % en 2020). Surtout, le marché obligataire régional de l'Union Économique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) a absorbé deux fois plus de titres publics togolais en 2020-2021 qu'en 2018.

Graphique 12 – Profil du service de la dette publique (en Mns USD)



Sources : Banque mondiale, calculs des auteurs

Les bailleurs internationaux ont aussi contribué à la couverture des besoins de financement public et externe à travers de nouveaux financements, des dons, ainsi qu'à sa réduction via les moratoires de service de dette. Le Togo a notamment bénéficié de 350 Mns USD de prêts de la part de la Banque mondiale en 2020-2021, d'un décaissement du FMI au titre de la 6^e revue du FEC en 2020 et d'un double allègement du service de la dette au titre des initiatives *Catastrophe Containment and Relief Trust* (CCRT) du FMI et *Debt Service Suspension Initiative* (DSSI) du G20/ Club de Paris (0,4 % du PIB en 2020, puis 0,3 % du PIB en 2021).

La réduction du déficit courant depuis 2017 a aussi permis d'alléger le besoin de financement externe. Le déficit du compte courant, structurellement élevé, a bénéficié d'une importante baisse des importations, notamment de biens intermédiaires et d'équipement due à la fin des travaux d'extension et de modernisation de l'aéroport et du port de Lomé. Avec l'impact de la crise du Covid-19, le déficit du compte courant s'est légèrement creusé à 1,4 % du PIB en 2020 (en partie atténuée par la baisse des importations et par la chute des cours du pétrole), tendance qui se serait poursuivie en 2021. Enfin, en termes de liquidité extérieure, les réserves de change, mutualisées au sein de la zone UEMOA, étaient estimées à 6,2 mois d'importations mi-2021 au-dessus du niveau de 5 mois d'importations préconisé par le FMI.

Indonésie : De la stabilité au développement

Sylvain Bellefontaine – bellefontaines@afd.fr

L'archipel a réussi un nouveau test de résistance avec la crise du Covid-19, grâce à des fondamentaux macroéconomiques relativement solides et des marges de manœuvre contra-cycliques. Certaines interrogations quant à la sortie des politiques économiques expansionnistes et non-conventionnelles ne remettent pas en cause la crédibilité du policy mix et la stabilité macroéconomique à ce stade. La sortie de crise du Covid-19 doit être l'opportunité d'une accélération de la transformation de l'économie. Les défis demeurent immenses en termes de développement socio-économique et d'adaptation aux risques climatiques et énergétiques.

Proclamé lors de l'indépendance en 1945 par le Président Sukarno et intégré dans la constitution, le principe du *Pancasila* (« cinq préceptes ») fonde la démocratie indonésienne sur la recherche du consensus, souvent peu propice à l'efficacité des politiques publiques et à l'adoption de réformes, qu'elles soient impopulaires ou se heurtent aux intérêts économiques bien établis. La sortie de crise du Covid-19 doit permettre une accélération des réformes^[5] initiées par l'administration Jokowi^[6] depuis 2014 pour assurer la modernisation de l'économie, éviter la trappe à revenu intermédiaire et répondre aux enjeux sociaux et environnementaux, au moment où l'Indonésie assure la présidence tournante du G20.

Difficile chemin vers le club des pays à haut revenu

La contraction du PIB de 2,1 % en 2020 a été relativement contenue par rapport à certains pays voisins (Inde, Thaïlande, Philippines, Malaisie). Mais l'activité économique n'aurait rebondi que d'environ 3 % en 2021, en raison de la persistance de la pandémie, d'une campagne vaccinale poussive fragilisant la confiance des agents économiques, malgré le dynamisme des exportations et le maintien du soutien budgétaire (4,2 % du PIB en 2021 après 3,8 % du PIB en 2020).

Un enjeu majeur est d'éviter une croissance économique post-pandémie en K, synonyme d'accroissement des inégalités multidimension-

nelles (revenu, éducation, santé, numérique), que pourrait aggraver la vulnérabilité du pays au changement climatique (110^e/182 selon l'indice ND-GAIN). Si la Banque mondiale estime que 4,3 Mns de personnes ont échappé à la pauvreté grâce au plan anti-Covid-19, le revenu nominal/habitant est repassé sous le seuil de la catégorie PRITS (4 096 USD) en 2020, après l'avoir dépassé en 2019. L'objectif gouvernemental de rejoindre les pays à haut revenu (seuil actuel de 12 696 USD) d'ici 2045 nécessiterait une croissance du PIB de 6 %-7 % par an.

Or, le FMI estime la croissance potentielle à moyen terme à 5 %-5,5 %, en ligne avec la croissance tendancielle (5,4 % par an en moyenne depuis deux décennies). Si le taux d'investissement est structurellement élevé (32 % du PIB), le dividende démographique du 4^e pays le plus peuplé au monde devrait s'éroder et la productivité globale des facteurs (PGF) est faible voire négative.

Normalisation du policy mix annoncée pour 2023 et risques liés au nexus bancaire-souverain modérés

Le retour à l'orthodoxie budgétaire (plafond de déficit à -3 % du PIB) et monétaire (fin du financement monétaire des déficits) sera scruté par les marchés en 2022-2023 dans un contexte de resserrement de la liquidité mondiale.

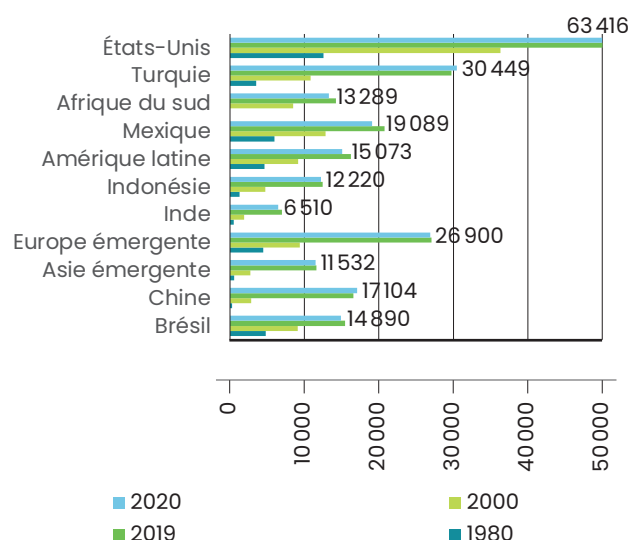
La faible mobilisation des recettes fiscales (9 % du PIB, soit la moyenne des pays à faible revenu) est le talon d'Achille des finances publiques, contraignant la capacité du gouvernement à répondre aux besoins en termes de dépenses sociales et d'investissement public (seulement 3,6 % du PIB en moyenne depuis 2000). Après un déficit budgétaire proche de

5 Amélioration du fonctionnement de l'économie de marché (distorsions de concurrence), de la compétitivité (climat des affaires, corruption, capital humain, infrastructures, droit du travail, digitalisation) de la diversification industrielle, de l'attractivité des investisseurs, insertion dans les chaînes de valeur régionales et mondiales, baisse de l'informalité, réforme fiscale et des entreprises publiques.

6 Surnom du Président Joko Widodo

6 % en 2020-2021, le budget 2022 prévoit un déficit de 4,8 % du PIB. La charge d'intérêts sur la dette mobiliserait près de 17 % des recettes publiques en 2022, mais les besoins de financement public (BFP) resteraient maîtrisés à environ 5 % du PIB d'ici 2025.

Graphique 13 - Un niveau de vie encore relativement faible



Source : FMI (WEO)

En hausse de 9pp en 2020-2021 à 41 % du PIB, la dette publique resterait modérée et soutenable à moyen terme selon le FMI (Art. IV mars 2021), à 48 % du PIB en 2025 dans un scénario adverse. La part de la dette publique en devises a baissé de 38 % fin 2019 à 32 % en 2021, quand la part détenue par les non-résidents (dont des investisseurs indonésiens depuis Singapour) a reculé de 58 % à 45 %. Point de vigilance, la matérialisation de passifs contingents associés aux entreprises publiques pléthoriques s'est traduite récemment par des recapitalisations à la charge du Trésor.

Dans le cadre de la coordination du *policy mix* et du partage du coût des mesures anti-Covid-19, BI a opéré un assouplissement monétaire conventionnel (baisse du taux directeur à 3,5 % depuis février 2020) et non-conventionnel (programme d'achat de titres publics sur les marchés primaire et secondaire), sans risque inflationniste à court terme compte tenu d'une inflation inférieure à l'objectif cible de 3 % (+/- 1pp) en 2020-2021 et d'anticipations bien ancrées. L'exposition de la Banque centrale au gouvernement a cru de 18 à 35 % de son actif entre 2019 et 2021, soit 17 % de l'encours de dette publique.

Les banques commerciales ont aussi pris leur part pour absorber le besoin de financement supplémentaire de l'État. Quatre des cinq plus grandes banques locales sont publiques, sans interférences majeures de l'actionnaire étatique. La détention de titres publics par les banques commerciales a augmenté de 8 à 14 % des actifs consolidés du secteur entre 2019 et 2021 (soit 21 % de la dette publique), pointant un risque d'effet d'éviction du crédit au secteur privé plus qu'une surexposition des banques au souverain, dont la signature demeure bonne. Le niveau de capitalisation élevé (CAR à 25,2 % en 2021) permet au secteur bancaire d'absorber les chocs. Le taux de pénétration du crédit au secteur privé est modéré (39 % du PIB), et la croissance du crédit, négative en 2020, a rebondi légèrement au second semestre 2021. La qualité de l'actif bancaire reste bonne avec un taux de prêts non performants (PNP) à 3,2 % en 2021, sachant que l'assouplissement de la classification des créances douteuses et des procédures de restructuration de prêts a été prorogé jusqu'au premier trimestre 2022.

Toujours exposée au resserrement de la liquidité mondiale mais moins vulnérable

La politique monétaire crédible et le régime de change de flottement administré assurent une certaine flexibilité face aux chocs exogènes et aux turbulences financières. Stigmatisée parmi les « 5 fragiles » lors du précédent *tapering* de la Fed en 2013-2014, l'Indonésie a vu sa position extérieure nette débitrice s'améliorer depuis, de -43 % du PIB à -26 % du PIB (progression des actifs à l'étranger supérieure à celles des passifs). Face aux chocs sur la demande extérieure, le pays apparaît moins exposé que ses voisins avec un taux d'ouverture faible (14 % du PIB) et une moindre intégration dans les chaînes de valeur chinoises. L'effet de la conjoncture chinoise transite indirectement par les termes de l'échange, les matières premières (brutes ou transformées) représentant plus de 50 % des exportations indonésiennes (hydrocarbures, charbon, huile de palme), exposant par ailleurs le pays au risque de transition énergétique à moyen et long termes.

À court terme, le solde du compte courant proche de l'équilibre (vs. -3,2 % du PIB en 2013) limite la dépendance aux flux de capitaux volatils et générateurs de dette pour pallier la faiblesse des IDE. Les besoins de financement extérieur (BFE) (environ 7 % du PIB en 2021) resterait gérable à moyen terme avec un service de dette externe modéré, et les réserves de change pointent à un niveau record de 145 Mds USD fin 2021 (9 mois d'importations).

Liban : Chronique bancaire de la faillite d'un État

Meghann Puloc'h – pulochm@afd.fr

Le Liban est en proie à une crise politique, économique et financière majeure. Son ampleur est telle que la Banque mondiale estime que le Liban traverserait la sixième voire la troisième pire crise des temps modernes et qu'il lui faudrait 12 à 19 années pour s'en relever, selon les scénarios envisagés pour 2022 après deux années de récession (-25 % en 2020 puis -10 % en 2021). L'effondrement d'un système ayant assuré durant trois décennies le financement par le secteur bancaire local – irrigué par la diaspora – d'un État en situation de surendettement est à l'origine de la faillite du Liban.

L'interdépendance très forte entre l'État et le secteur bancaire, un nœud gordien restant à trancher

Le Liban présente l'un des ratios d'endettement public les plus élevés au monde, à près de 180 % du PIB à fin 2020. Jusqu'au défaut de paiement au printemps 2020, ce surendettement avait été financé grâce à une interdépendance très forte entre l'État, la Banque du Liban (BdL) et le secteur bancaire. Plus de trois quarts de la dette étant détenue par les résidents, chaque acteur était incité à soutenir les autres parties pour ne pas risquer une crise propre.

L'État, pour financer son déficit (-9 % du PIB en moyenne entre 2005 et 2019) et assurer le service de sa dette, émettait des bons du Trésor, majoritairement achetés par les banques commerciales libanaises et la Banque centrale. Les banques commerciales attiraient les capitaux, notamment en devises, grâce à une rémunération attractive, déconnectée du taux des dépôts en dollars aux États-Unis depuis la crise financière mondiale de 2008. Ces flux finançaient les achats de titres publics et alimentaient les dépôts des banques auprès de la BdL, ce qui permettait à cette dernière d'afficher des réserves en devises élevées, de nature à rassurer les investisseurs quant à la crédibilité de la parité fixe de la livre libanaise (LBP) avec le dollar américain (USD). La BdL offrait en retour des taux attractifs sur ses certificats de dépôts, et notamment sur les dépôts libellés en dollar, qui lui permettaient, à son tour, d'acheter des bons du Trésor.

La pérennité de ce système très dépendant des dépôts des non-résidents tenait d'une part au rôle central de la diaspora, moins averse au risque, et d'autre part au nombre limité d'acteurs (1 % des comptes concentrait 50 % des dépôts). Dès lors, fortement exposés au secteur bancaire libanais, ces épargnants étaient incités à poursuivre leurs investissements pour maintenir la stabilité du système financier.

Pour autant, ce mécanisme n'était pas exempt de vulnérabilités. Le secteur bancaire, hypertrophié au regard de l'économie réelle (~300 % du PIB entre 2003 et 2010, 405 % du PIB à fin 2016), représentait un risque systémique. De même, la taille démesurée de l'actif de la BdL (220 % du PIB), n'avait pas d'équivalence dans le monde.

La fuite en avant de l'ingénierie financière

Ce système de financement du déficit public était soutenable tant que les entrées de capitaux restaient dynamiques. Or, début 2016, dans un contexte de défiance des investisseurs extérieurs après deux années de paralysie politique et de moindre dynamisme des pays du Golfe, le Liban a vu faiblir les entrées de dépôts des non-résidents. Pour inverser cette tendance, la BdL a mis en place une opération d'ingénierie financière. Dans un premier temps, elle a échangé ses bons du Trésor en LBP contre un eurobond de 2 Mds USD nouvellement émis par le Trésor. Dans un second temps, la Banque centrale a proposé aux banques commerciales de leur racheter, à un prix bien supérieur au prix de marché, des titres publics et certificats de dépôts en LBP qu'elles détenaient, à la condition qu'elles en rachètent pour un montant équivalent libellé en USD (soit 14 Mds USD).

Cette opération a permis 1) aux banques d'offrir des rémunérations très attractives sur des dépôts libellés en USD et de renforcer leur bilan et 2) aux réserves de change de se reconstituer (+12 % entre juin et août 2016) grâce au net rebond des dépôts. Toutefois, ce maintien coûteux de l'équilibre du système s'est fait au détriment du bilan de la Bdl. Le répit a été de courte durée et la perte de confiance dans le système s'est traduite par des sorties nettes de dépôts dès mai 2019 (-24 % en août 2021 par rapport à fin 2018). Pour enrayer cette dynamique, des contrôles de capitaux ont été mis en place par les banques à partir de novembre 2019.

En parallèle, le défaut souverain est devenu quasiment inéluctable. Le paiement des intérêts (10 % du PIB) de la dette libanaise, contractée à des taux relativement élevés, absorbait à lui seul près de la moitié des recettes publiques. En outre, ces dernières étaient contraintes par des recettes fiscales faibles (16 % du PIB) en comparaison d'autres pays de niveau de développement similaire. Dans l'impossibilité de se refinancer et alors qu'il devait rembourser 4,6 Mds USD intérêts compris, le Liban n'a pu honorer les 2,5 Mds USD d'eurobonds qui arrivaient à maturité en 2020.

Des répercussions en cascade du défaut souverain

Le défaut souverain a précipité la faillite du système bancaire. L'ampleur de la restructuration nécessaire pour assainir le système est pharaonique mais son chiffrage officiel est caduc et incomplet. En mai 2021, l'agence de notation Standard & Poor's estimait qu'elle pourrait générer des pertes jusqu'à 134 % du PIB projeté pour 2021, et ce avant tout impact d'une dévaluation de la livre libanaise, qui a perdu plus de 90 % de sa valeur sur le marché noir. Or, l'absence d'avancée probante tant sur la restructuration de la dette, le redressement du système bancaire ou la mise en œuvre de réformes structurelles attendues par la communauté internationale prive le Liban de tout soutien financier des bailleurs, à l'exception de l'aide humanitaire.

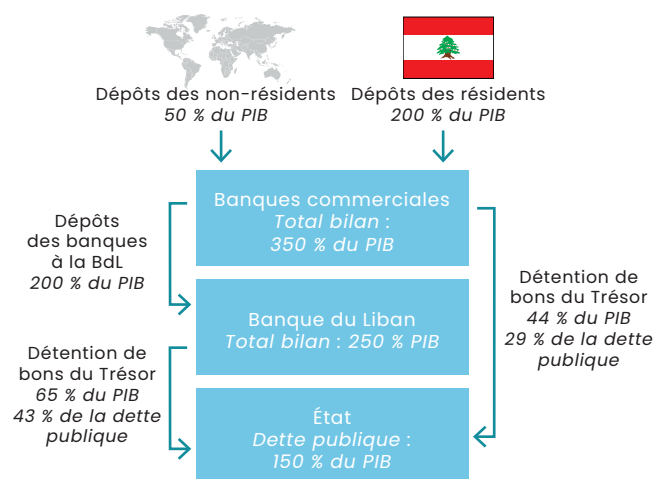
Cet attentisme délibéré reflète les intérêts croisés d'une classe politique fortement exposée sur le secteur bancaire. Alors qu'un plan de restructuration de la dette publique domestique et du secteur bancaire aurait probablement fait peser les pertes sur les grands épargnants, c'est toute

la population qui subit de facto un *haircut* sur ses dépôts, matérialisé par des limites drastiques des retraits et leur conversion forcée en livres.

Le Liban est désormais en proie à une crise humanitaire aux conséquences désastreuses pour la population. Le taux de pauvreté multidimensionnelle a presque doublé, de 42 % de la population en 2019 à 82 % en 2021. L'hyperinflation (+460 % sur deux ans en septembre 2021) et les pénuries alimentaires, de médicaments, et d'énergie sont exacerbées par l'arrêt des subventions aux importations des produits de première nécessité à la fin de l'été 2021, induite par l'épuisement des réserves en devises du pays. La quasi-inexistence d'infrastructures sociales prive en outre la population de tout filet de protection. Privés d'électricité, les services de santé et d'éducation ne peuvent opérer, et la fourniture d'eau potable constitue une source de préoccupation croissante. La crise pourrait donc encore s'aggraver.

Graphique 14 - Interdépendance des acteurs

Situation à la veille du défaut souverain (en % du PIB de 2019)



Sources : Banque du Liban, FMI

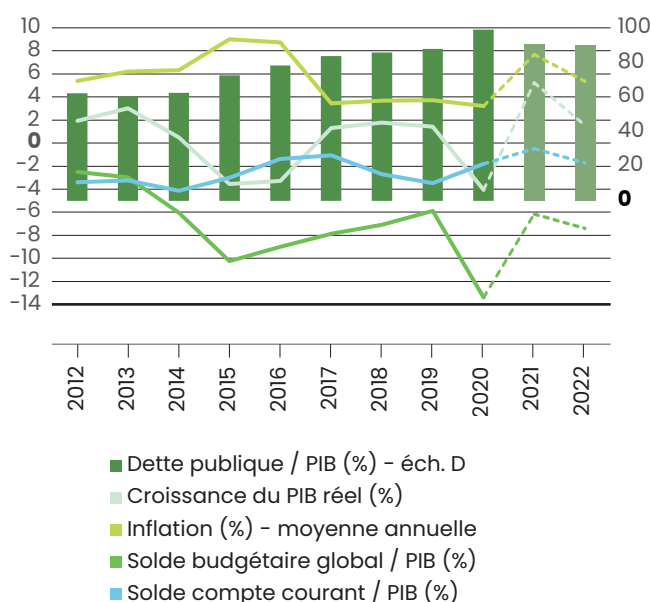
Brésil : une accalmie de courte durée

Maxime Terrieux – terrieuxm@afd.fr

Alors que l'économie se remettait timidement d'une récession historique (-3,5 % par an en 2015 et 2016) qui avait mis en lumière ses fragilités, le Brésil a été frappé par la pandémie, avec des dégâts sanitaires importants (plus de 600 000 décès, deuxième total mondial). La réponse budgétaire et monétaire a été massive, et a permis de contenir l'ampleur du choc. Mais à la veille d'une année électorale qui s'annonce tendue, l'économie doit faire face à deux défis de taille : maîtriser ses finances publiques, et réformer son modèle de croissance.

« Le cadre budgétaire n'a pas changé. Nous aiderons les Brésiliens en réduisant le rythme de l'ajustement budgétaire » déclarait fin octobre 2021 le ministre de l'économie Paulo Guedes. Pourtant, en proposant des changements mettant en danger la règle budgétaire en vigueur depuis 2016, le président brésilien Jair Bolsonaro et son gouvernement ont remis sur le devant de la scène le principal sujet de préoccupation de l'économie brésilienne : ses finances publiques.

Graphique 15 – Principaux agrégats macroéconomiques



Source : FMI (WEO, oct. 2021)

Une reprise très éphémère

Mi-2021, l'économie brésilienne a bénéficié d'un regain d'optimisme. Après une récession contenue à -4,1 % en 2020, la croissance prévue pour 2021 a été revue à la hausse : essentiellement portée par la consommation, elle était projetée en juillet à 5,3 %, contre 3,6 % en avril (WEO), alors que le PIB avait retrouvé son niveau d'avant-crise dès le premier trimestre 2021. Sur l'année, la croissance économique et la fin progressive du stimulus budgétaire devraient ramener le solde budgétaire primaire à ses niveaux d'avant crise (-1,6 % du PIB). De ce fait, et avec notamment un différentiel croissance-taux d'intérêt favorable, l'endettement public, sur une trajectoire haussière depuis 2015, devrait retomber à 90,5 % du PIB fin 2021 après un pic à 99 % en 2020. Au niveau des équilibres externes, la demande soutenue des partenaires commerciaux et la hausse des cours des matières premières, devraient permettre au compte courant d'atteindre l'équilibre en 2021. Les réserves en devises structurellement élevées (plus de 16 mois d'importations couvertes) constituent un important facteur d'atténuation du risque sur la liquidité externe. Enfin, le taux de chômage a enregistré un début de décrue à 12,6 % au troisième trimestre 2021 après un pic historique à 14,9 % au premier trimestre 2021. Néanmoins, les efforts du Président Bolsonaro, pour réviser le plafonnement constitutionnel des dépenses publiques, sont venus ternir ce tableau (cf. infra).

Peu de risques associés au nexus souverain-bancaire, mais des finances publiques toujours au cœur des préoccupations

La dette publique présente un profil favorable. Les risques de change (seulement 5 % de la dette libellée en devises) et de refinancement (seulement 15 % de la dette détenue par des

non-résidents) sont faibles. Le BFP est amplement couvert par un secteur financier profond (200 % du PIB) et très liquide. Les banques, structurellement bien capitalisées, rentables, et résilientes face à la crise (RoE de 15 % et taux de PNP bas à 2,4 % mi-2021), ne sont exposées qu'à hauteur de 30 % de leur actif à la dette souveraine. Les risques pouvant émerger du nexus souverain-bancaire sont ainsi réduits. Pour autant, les niveaux de la dette (plus de 90 % du PIB) et du BFP (~25 % du PIB) méritent une vigilance accrue. Leur réduction passe par la maîtrise du budget, qui reste un enjeu d'envergure.

Incapable de générer un excédent primaire depuis 2013 et le retournement du supercycle des matières premières, l'économie brésilienne enregistre en effet un déficit public structurellement élevé : -7,7 % du PIB en moyenne sur 2014-2019. Pour résorber le déficit, un processus de consolidation budgétaire était en cours avant le déclenchement de la pandémie. Il était notamment matérialisé par le plafonnement constitutionnel des dépenses publiques depuis 2016, et le lancement d'une vaste réforme des retraites fin 2019. Suspendue en 2020 pour faciliter le stimulus budgétaire, la consolidation a repris en 2021. Si les aides sociales ont été étendues entre avril et juillet, le Congrès a voté en mars une loi renforçant le respect des règles budgétaires, avec notamment un gel de la masse salariale des fonctionnaires en temps de crise. Ces mesures permettraient de ramener le déficit budgétaire à -5 % du PIB à horizon 2025, alors qu'il devrait déjà s'être résorbé à -6,2 % du PIB en 2021 (-13,4 % en 2020).

Pourtant, début décembre, le vote d'un amendement constitutionnel, poussé par M. Bolsonaro pour augmenter les aides sociales, remet en cause le plafond des dépenses. Présenté comme nécessaire pour financer le nouveau programme *Auxílio Brasil*, successeur ambitieux du célèbre *Bolsa Família*, l'amendement est soupçonné de servir avant tout les visées électorales d'un président en manque de popularité. Surtout, il entame la crédibilité des autorités, faisant craindre une série de dérapages budgétaires à partir de 2022. Conséquence directe, les primes de risque sur le souverain brésilien ont augmenté (+100 pb pour le *spread* EMBIG au second semestre 2021) et pourraient rester à un niveau élevé de façon durable. Ceci, combiné à la hausse actuelle des taux directeurs pour lutter contre l'inflation, va nettement renchérir le coût de la dette publique

(alors que les intérêts sur la dette publique représentent déjà 18 % des recettes publiques en moyenne depuis 2016), et devrait remettre le taux d'endettement public sur une trajectoire haussière dès 2022.

Sortir du piège du revenu intermédiaire

D'autres nuages se sont également amoncelés ces derniers mois. L'économie est en récession technique, avec deux trimestres consécutifs de recul du PIB (-0,4 % au deuxième trimestre, -0,1 % au troisième trimestre), signe de l'essoufflement de la reprise malgré l'accélération de la campagne de vaccination (80 % de primo-vaccinés à fin 2021). L'inflation, initialement jugée transitoire, persiste et atteint désormais plus de 10 % (g. a.), contraignant la Banque centrale (BCB) à un resserrement monétaire agressif (+725 pb en 2021) qui freinera la croissance en 2022, avec un consensus des économistes à seulement +0,5 % selon une enquête de BCB. Le climat politique tendu devrait également peser sur la confiance, la reprise, et accroître la volatilité : entre le retour sur le devant de la scène de l'ancien président Lula, et les outrances répétées du Président Bolsonaro, l'électorat brésilien apparaît très polarisé et cherche encore son candidat d'une « 3^e voie ».

Plus structurellement, c'est le modèle brésilien qui interroge à moyen-terme. Primarisée (dépendance à l'agriculture et aux matières premières), l'économie n'a pas su capitaliser sur la bonne croissance des années 2000 (TCAM de 3,4 %) pour monter en gamme. Au contraire, le Brésil s'est engagé dans un processus de « spécialisation appauvrissante » en faveur de la production de produits de base à faible valeur ajoutée. La faiblesse de l'investissement (15,1 % du PIB en moyenne depuis 2016), de la productivité, de la compétitivité, et de l'insertion dans le commerce mondial, limitent désormais la croissance potentielle à moins de 2 %. Malgré des réformes engagées depuis 2018 – et poursuivies, même en temps de pandémie – pour améliorer l'environnement des affaires, les relais de croissance peinent à être identifiés. Dans ce contexte, le Brésil pourrait rester prisonnier de la trappe à revenu intermédiaire, avec des niveaux de pauvreté (30 % de la population au seuil national) et d'inégalité (indice de Gini à 0,53) encore élevés.

Costa Rica : un modèle de stabilité fragilisé

Emmanuelle Monnat – mansartmonnat@afd.fr

Depuis 2016, le ralentissement économique, combiné à la dégradation des finances publiques, a conduit à une hausse de la dette publique et du besoin de financement public (BFP) du Costa Rica. Cette tendance a été exacerbée par la crise du Covid-19. L'espace budgétaire s'est réduit davantage, alors que le recours au marché bancaire domestique se heurte à certaines limites. Afin de restaurer la soutenabilité des finances publiques, le pays a signé en mars 2021 un programme FMI qui devrait permettre de combler une partie du BFP et de catalyser le financement des bailleurs internationaux. Sa mise en œuvre demeure toutefois délicate à l'approche des élections législatives et présidentielles en 2022.

Considéré comme un modèle atypique de stabilité démocratique et de développement économique au sein d'une région latino-américaine marquée par l'instabilité – en témoigne sa récente accession à l'OCDE en mai 2021 – le Costa Rica fait face à une montée du mécontentement populaire depuis quelques années en lien avec l'augmentation des inégalités et une dégradation progressive des finances publiques venant peser sur l'activité économique. La crise du Covid-19 est venue exacerber ces tendances. Le gouvernement est confronté à une hostilité croissante des acteurs locaux, cristallisée lors des négociations autour d'un programme FMI fin 2020 – début 2021.

Un modèle de stabilité politique et de transformation économique progressive...

Le Costa Rica entretient une longue tradition de stabilité démocratique. Depuis 1949, les élections sont libres, transparentes et ne font pas l'objet de contestation tandis que le multipartisme est ancré dans la vie politique costaricienne. Au niveau économique, le Costa Rica a bénéficié de performances économiques solides depuis le début de la décennie 1980 (croissance annuelle moyenne de 3,8 %), lui permettant de multiplier son PIB par habitant par deux sur la période. Essentiellement agricole au début des années 1950, le pays a mis en place des politiques économiques libérales et d'ouverture de marché à partir de 1980, lui permettant d'attirer les investisseurs étrangers. Depuis 1990, c'est au tour du secteur des services de se développer rapidement (70 % du PIB en 2019), profitant notamment du dynamisme des secteurs des télécommunications et du tourisme.

...érodé par un ralentissement tendanciel, subséquent à la dégradation des finances publiques...

Le déficit public du gouvernement central s'est creusé significativement depuis la crise financière mondiale de 2008, le stimulus budgétaire mis en œuvre pour relancer l'économie n'ayant pas gardé un caractère purement transitoire. Dans le même temps, la croissance économique a enregistré un ralentissement depuis 2016, en lien tout d'abord avec la crise au Nicaragua, qui a affecté les exportations. Afin d'assainir les finances publiques, le gouvernement a fait adopter fin 2018 une réforme fiscale attendue de longue date (introduction d'une TVA et instauration d'une règle budgétaire côté dépenses). Les tensions de liquidité du secteur public et les incertitudes entourant cette réforme fiscale ont pénalisé la croissance en 2018 et 2019 (2,7 % et 2,1 %).

L'accroissement du déficit public a entraîné une augmentation rapide de la dette publique. En 2020, la crise Covid-19 a plongé le pays en récession (-4,8 %) et encore affaibli la situation budgétaire. À fin 2020, celle-ci atteignait 82,6 % du PIB. Sa structure semble à première vue relativement favorable : part détenue par les non-résidents limitée à 24 % de l'encours ; dette libellée à 35,5 % en devises. Mais le recours accru au marché obligataire domestique pour la couverture du BFP, sur des maturités plus courtes et à un coût plus élevé, a généré des tensions de liquidité (hausse des taux d'intérêts, recours provisoire au financement monétaire du déficit en 2018).

...pesant sur le secteur bancaire

Le secteur financier costaricien demeure fortement concentré^[7], dans un pays de seulement 5,1 Mns d'habitants. L'actif total du secteur financier représentait plus de 110 % du PIB fin 2020, composé à 80 % du secteur bancaire, dont les 3 banques publiques en détiennent plus de 60 %.

La dollarisation financière est importante : environ 38 % des dépôts et 35 % des crédits sont libellés en USD. Cette caractéristique constitue une source de fragilité systémique en cas de dépréciation du *colón* alors qu'environ deux tiers des emprunteurs en devises ne seraient pas couverts contre le risque de change. Cela concerne majoritairement les banques privées, qui peinent à capter les dépôts en monnaie locale en l'absence d'un fond de garantie des dépôts, tandis que les banques publiques disposent de cette garantie explicite du gouvernement en cas de faillite. Néanmoins, les derniers stress-tests conduits par le FMI indiquent que le secteur bancaire demeurerait suffisamment capitalisé dans son ensemble, même en cas de choc extrême^[8].

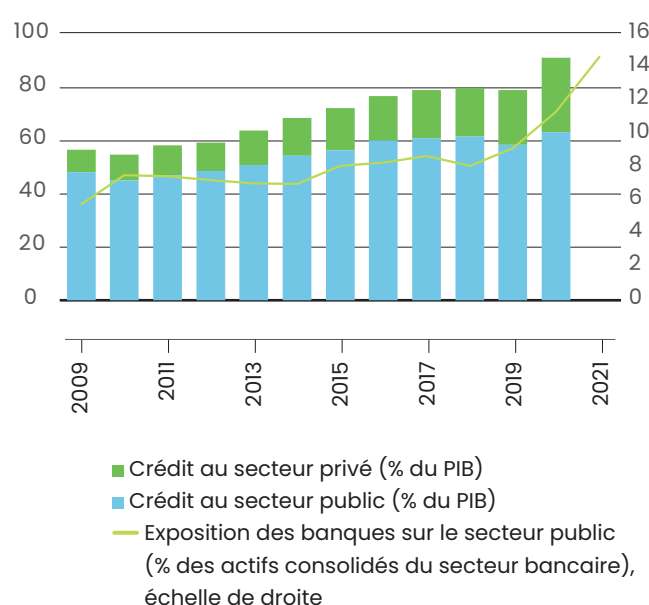
Par ailleurs, le secteur bancaire est de plus en plus exposé au secteur public, en lien avec le creusement du déficit et l'élargissement du BFP. À fin 2020, les créances sur le secteur public représentaient 13,5 % du total de l'actif bancaire, un niveau en hausse de plus de 3 points depuis 2018 mais qui demeure modéré. Toutefois, la poursuite de l'accroissement de cette exposition des banques locales au souverain pourrait entraîner un effet d'éviction du crédit au secteur privé et constituer une source de fragilité systémique dans un contexte de dégradation des finances publiques.

Le crédit au secteur privé a connu une croissance soutenue de 26 % du PIB en 2000 à 62 % du PIB en 2018. Mais la croissance du crédit a significativement décéléré depuis mi-2017 jusqu'à se contracter début 2020, en lien avec le resserrement de la politique monétaire entre 2018 et 2020, le ralentissement de la croissance et la diminution progressive de la confiance des acteurs privés depuis 2018.

7 À fin 2020, il est composé de 16 banques (3 banques publiques, 2 banques créées par lois spéciales et 11 banques privées), 23 coopératives de crédit et 9 sociétés financières.

8 Stress-tests conduits en 2020, combinant une hausse des taux d'intérêts, des taux de prêts non performants et une dépréciation du *colón*.

Graphique 16 – Évolution du crédit et de l'exposition au secteur public



Sources : FMI (IFS), BCCR, Banque mondiale

L'assainissement des finances publiques, planche de salut de la reprise et de la stabilité économique

Afin de restaurer la soutenabilité des finances publiques, le Costa Rica a signé en 2021 un programme FMI qui vise à ramener le déficit budgétaire autour de 3,5 % du PIB d'ici à 2024. La bonne tenue de ce programme est essentielle pour améliorer les finances publiques, combler une partie du BFP (qui a atteint un pic en 2021 à 14 % du PIB), diminuer la dette publique, et catalyser le financement des bailleurs internationaux pour limiter la saturation du marché domestique. Le pays pourrait également émettre de nouveaux eurobonds à partir de 2022.

Les élections législatives et présidentielles de février 2022 présentent néanmoins un risque pour la pérennité du programme. Par ailleurs, la croissance potentielle du Costa Rica demeure modérée, estimée autour de 3,5 % du PIB. L'amélioration de la qualité de l'éducation, le développement d'infrastructures, la promotion de la formalisation du marché du travail, la réduction des formalités administratives sont autant de mesures qui pourraient améliorer le climat des affaires, augmenter le potentiel de croissance du Costa Rica, et la rendre plus inclusive.

République dominicaine : Une résistance aux chocs renforcée depuis la crise de 2003

Cécile Duquesnay – duquesnayc@afd.fr

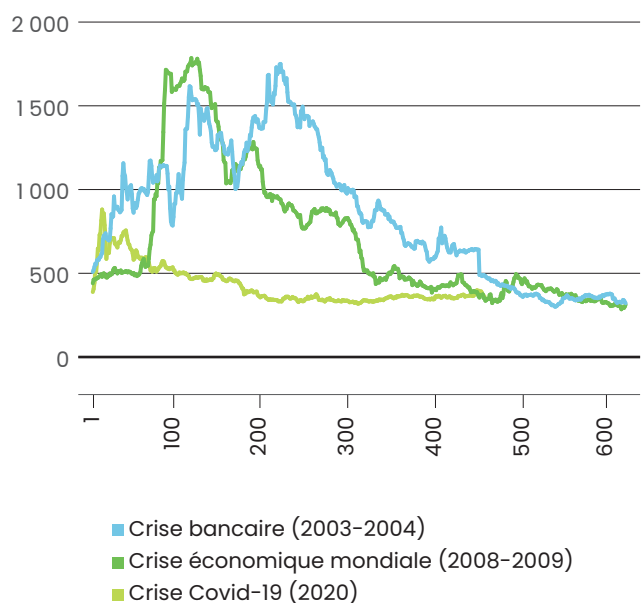
La République dominicaine devrait être l'un des pays de la région Amérique latine et Caraïbes à se remettre le plus rapidement de la récession provoquée par la crise avec un retour à son niveau d'activité économique pré-pandémique dès 2021. Grâce à des fondamentaux macroéconomiques robustes et une bonne réactivité des autorités publiques dans la mise en place des mesures de soutien, une reprise dynamique s'est établie en moins d'un an. Pourtant, si les moteurs traditionnels de la croissance et le dynamisme économique de ces deux dernières décennies ont permis au pays de renforcer sa résilience aux chocs, les vulnérabilités héritées de la crise bancaire de 2003 pèsent encore sur le bilan de la Banque centrale et les finances publiques.

Au cours des deux dernières décennies, la République dominicaine a fait face à trois crises majeures : la crise bancaire de 2003, la crise économique mondiale de 2008 et la crise sanitaire du Covid-19. Or, malgré leur ampleur, l'impact récessif a été, à chaque fois, de courte durée. Le dynamisme économique et l'expérience acquise par les autorités ont permis au pays de renforcer sa résilience aux chocs et, concomitamment, la confiance des marchés, comme l'illustre le temps de normalisation des spreads qui s'améliore nettement au regard des crises successives (respectivement 15 mois, 13 mois et 6 mois). Début décembre 2021, Standard & Poor's et Fitch ont levé leurs perspectives négatives.

Un modèle de croissance extraverti, à la fois source d'opportunités et de vulnérabilités

Dans les années 1980, l'économie dominicaine a connu une profonde mutation, passant de l'industrie du sucre et de la substitution des importations au développement du tourisme et des zones franches. Cette extraversion croissante se traduit par une forte dépendance vis-à-vis de l'extérieur, et notamment des États-Unis qui apportent le principal contingent de touristes et où la majorité de la diaspora envoyant des transferts est établie.

Graphique 17 – Indice EMBI Global, à compter du 1^{er} jour de crise



Source : JP Morgan

Après une période de croissance élevée dans les années 1990 (environ 6 % en moyenne annuelle), l'économie a fait face à une crise bancaire, suite à la faillite en 2003 de la Baninter, une des plus grandes banques locales. La répercussion sur l'ensemble du système bancaire a eu des conséquences importantes sur les plans monétaire et financier. Le taux de change s'est déprécié de 60 % vis-à-vis du dollar sur l'année 2003, l'inflation s'est accélérée (passant de 10 % en 2002 à 53 % en 2003) et l'endet-

tement public a doublé (passant de 21 % du PIB en 2002 à 41 % du PIB en 2003). Toutefois, les transferts en provenance des migrants se sont maintenus durant la crise. De plus, les exportations des zones franches et le tourisme ont été stimulés par la dépréciation du peso. Aussi, ce sont les moteurs externes de croissance qui ont permis d'amortir de manière significative le choc. En comparaison avec les récessions des pays asiatiques ayant connu une crise financière, celle de la République dominicaine fut notablement limitée et de courte durée (une année de récession à -1,3 % en 2003 tandis que la Thaïlande en a connu deux à -2,7 % en 1997 et -7,6 % en 1998).

En revanche, la crise sanitaire a eu un impact sévère sur l'économie, notamment en raison de sa forte dépendance au tourisme. Combiné aux effets des mesures nationales de restrictions sanitaires et à l'incertitude liée à la crise, la demande domestique s'est fortement contractée en 2020. Pourtant, l'impact récessif a été, encore une fois, de courte durée avec une reprise dynamique qui s'est établie dès le second semestre 2020. L'économie dominicaine a, en effet, su tirer parti de sa diversification et profiter des opportunités créées par la crise. Les entreprises exportatrices se sont adaptées rapidement, notamment en augmentant les exportations liées au secteur médical. Par ailleurs, du fait de leur diversification vers des activités à plus forte valeur ajoutée (produits pharmaceutiques et électriques), l'activité des zones franches n'a pas enregistré de baisse. La crise a également confirmé la solidarité de la diaspora dont les envois de fonds ont fortement augmenté en 2020 (9,9 % du PIB soit +2,5 points de pourcentage par rapport à 2019). Ainsi, après avoir connu en 2020 sa plus forte récession (-6,7 %) depuis 1990, la croissance du PIB réel devrait rebondir à +9,5 % en 2021.

Un système financier résilient, considérablement assaini depuis la crise bancaire de 2003

Les fragilités institutionnelles du système financier ont été un facteur majeur du déclenchement et de l'amplification de la crise bancaire. Aussi, ayant pris conscience du potentiel de déstabilisation sociale, politique et financière, les autorités se sont attelées à mettre en œuvre les réformes nécessaires à l'assainissement de l'activité bancaire et à l'amélioration de la supervision. Depuis, la réglementation bancaire s'est considérablement améliorée et les ratios bilanciaux ont toujours témoigné de la solidité financière du

secteur. Le crédit au secteur privé connaît une bonne progression depuis 2013 (+12 % de croissance annuelle moyenne en termes nominaux) même s'il ne représentait que 29,2 % du PIB en 2020, soit un taux inférieur de 10 points à son niveau pré-crise bancaire. La flexibilité réglementaire a permis de maintenir le secteur financier à un niveau de rentabilité, de solvabilité et de liquidité suffisant pour réagir en temps utile à l'évolution des conditions du marché et de la situation économique.

En outre, forte de son expérience acquise lors des crises précédentes, la Banque centrale de la République dominicaine (BCRD) a mis en place une réponse coordonnée, rapide et adaptée (assouplissement monétaire progressif via la baisse du taux directeur et renforcement de la liquidité bancaire à disposition des entreprises et des ménages). De plus, elle est intervenue sur le marché des changes afin de limiter la volatilité du peso avec pour résultat l'atténuation des effets de la crise.

Une Banque centrale efficace mais avec un bilan durablement fragilisé depuis 2003

La gestion de la crise bancaire de 2003 s'est réalisée en deux phases. La BCRD a d'abord massivement injecté des liquidités dans le système bancaire afin de garantir les dépôts des banques en difficultés ou en faillite. L'augmentation de la masse monétaire générée dans un contexte de perte de confiance des déposants, s'est traduite par des arbitrages en défaveur du peso, entraînant une augmentation de la dollarisation des avoirs monétaires. Ceci a provoqué la dépréciation de la monnaie nationale et l'accélération de l'inflation. Afin de contrer ces déséquilibres, la BCRD a ensuite mis en œuvre une stratégie dite de « stérilisation » visant à réduire les avoirs monétaires en circulation dans l'économie en augmentant ses émissions de certificats de dépôts. Ce double mouvement d'injection puis de stérilisation a durablement et significativement fragilisé son bilan, les pertes découlant du coût supporté ayant totalement absorbé son capital. La loi de recapitalisation de la BCRD transférant le coût de cette recapitalisation au gouvernement à partir de 2008 pèse encore aujourd'hui sur le déficit du secteur public consolidé. La Banque centrale détient 20 % de la dette publique totale. Aussi, sa recapitalisation apparaît essentielle pour renforcer son indépendance financière et institutionnelle. De plus, cela permettrait de réduire les primes de risque sur les émissions obligataires.

Liste des sigles et abréviations

AFRREO	<i>Sub-Saharan Africa Regional Economic Outlook</i>	EUR	Euro
AGOA	<i>African Growth and Opportunity Act</i> (Loi sur le développement et les opportunités africaines)	FEC	Facilité élargie de crédit
AVD	Analyse de viabilité de la dette	FMI	Fonds monétaire international
BAD	Banque africaine de développement	FY	Année fiscale
BCB	<i>Banco Central do Brasil</i> (Banque centrale du Brésil)	g.a.	Glissement annuel
BCRD	<i>Banco Central de la República Dominicana</i> (Banque centrale de la République dominicaine)	IDH	Indice de développement humain
BCEAO	Banque Centrale des États d'Afrique de l'Ouest	IDS	<i>International Debt Statistics</i> , base de données de la Banque mondiale
BdL	Banque du Liban	ISSD	Initiative de Suspension du Service de la Dette
BFE	Besoin de financement externe	IP	Investissement de portefeuille
BFP	Besoin de financement public	Md	Milliard
BM	Banque mondiale	Mn	Million
CAR	<i>Capital adequacy ratio</i> , taux d'adéquation des fonds propres	OCDE	Organisation de coopération et de développement économique
CBK	<i>Central Bank of Kenya</i>	PB	<i>Paartii Badhaadhiinaa</i> (Parti de la Prospérité)
CCRT	<i>Catastrophe Containment and Relief Trust</i> (Fonds fiduciaire d'assistance et de riposte aux catastrophes)	PED	Pays émergents et en développement
CDP	Club de Paris	PFR	Pays à faible revenu
CEMAC	Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale	PGF	Productivité globale des facteurs
DSSI	<i>Debt Service Suspension Initiative</i> (initiative de suspension du service de la dette) du G20/Club de Paris	PIB	Produit intérieur brut
DTS	Droit de tirage spécial	PNP	Prêts non performants
ECO	Département Diagnostics économiques et politiques publiques de l'Agence française de développement	p.p.	Point de pourcentage
EFC	<i>Extended Credit Facility</i> (facilité élargie de crédit) du FMI	PPTE	Pays pauvre très endetté
EFF	<i>Extended Fund Facility</i> (mécanisme élargi de crédit) du FMI	PRITI	Pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure
EMBIG	<i>Index Emerging Markets Bond Index Global</i> de J.P. Morgan	PRITS	Pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
EPRDF	<i>Ethiopian People's Revolutionary Democratic Front</i> (Front démocratique et révolutionnaire des peuples éthiopiens)	ROE	<i>Return on equity</i> (rentabilité des capitaux propres)
		TCAM	Taux de croissance annuelle moyen
		TPLF	<i>Tigray's People Liberation Front</i> (Front de libération du peuple tigréen)
		UE	Union européenne
		UEMOA	Union économique et monétaire ouest africaine
		USD	Dollar américain
		WEO	<i>World Economic Outlook</i> du FMI

Table des graphiques

1	Évolution de la dette publique domestique (du PIB)
2	Évolution entre 2010 et 2021 de l'exposition des banques au risque souverain
3	Distribution de l'exposition des banques au risque souverain dans les PED
4	Augmentation de l'exposition souveraine des banques entre 2019 et 2021
5	Le nexus souverain-bancaire dans les PED en 2021
6	Évolution de l'exposition souveraine et du crédit au secteur privé
7	Le nexus bancaire-souverain lors d'une crise souveraine
8	Crédit au secteur privé, % du PIB (Cameroun)
9	Principaux agrégats macroéconomiques (Ethiopie)
10	Évolution de la dette publique en monnaie locale (Ghana)
11	Croissance des crédits à l'économie, taux d'inflation et taux directeur (Kenya)
12	Profil du service de la dette publique (Togo)
13	Un niveau de vie encore relativement faible (Indonésie)
14	Interdépendance des acteurs (Liban)
15	Principaux agrégats macroéconomique (Brésil)
16	Évolution du crédit et de l'exposition au secteur public (Costa Rica)
17	Indice EMBI Global, à compter du 1 ^{er} jour de crise (Rép. dominicaine)

Éditions Agence française de développement

Les Éditions Agence française de développement (AFD) publient des travaux d'évaluation et de recherche sur le développement durable.

Réalisées avec de nombreux partenaires du Nord et du Sud, ces études contribuent à l'analyse des défis auxquels la planète est confrontée, afin de mieux comprendre, prévoir et agir, en faveur des Objectifs de développement durable (ODD).

Avec un catalogue de plus de 1000 titres, et 80 nouvelles œuvres publiées en moyenne chaque année, les Éditions Agence française de développement favorisent la diffusion des savoirs et des expertises, à travers leurs collections propres et des partenariats phares.

Retrouvez-les toutes en libre accès sur editions.afd.fr.

Pour un monde en commun.

Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de leur(s) auteur(s). Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de l'Agence française de développement ou des institutions partenaires.

Directeur de publication Rémy Rioux
Directeur de la rédaction Thomas Mélonio
Création graphique MeMo, Juliegilles, D. Cazeils
Conception et réalisation Luciole

Les Éditions Agence française de développement (AFD) publient des travaux d'évaluation et de recherche sur le développement durable.

Réalisées avec de nombreux partenaires du Nord et du Sud, ces études contribuent à l'analyse des défis auxquels la planète est confrontée, afin de mieux comprendre, prévoir et agir, en faveur des Objectifs de développement durable (ODD).

Avec un catalogue de plus de 1000 titres, et 80 nouvelles œuvres publiées en moyenne chaque année, les Éditions Agence française de développement favorisent la diffusion des savoirs et des expertises, à travers leurs collections propres et des partenariats phares.

Retrouvez-les toutes en libre accès sur editions.afd.fr.

Pour un monde en commun.

Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de leur(s) auteur(s). Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de l'Agence française de développement ou des institutions partenaires.

Directeur de publication Rémy Rioux
Directeur de la rédaction Thomas Mélonio
Création graphique MeMo, Juliegilles, D. Cazeils
Conception et réalisation Luciole

Les Éditions Agence française de développement (AFD) publient des travaux d'évaluation et de recherche sur le développement durable.

Réalisées avec de nombreux partenaires du Nord et du Sud, ces études contribuent à l'analyse des défis auxquels la planète est confrontée, afin de mieux comprendre, prévoir et agir, en faveur des Objectifs de développement durable (ODD).

Avec un catalogue de plus de 1000 titres, et 80 nouvelles œuvres publiées en moyenne chaque année, les Éditions Agence française de développement favorisent la diffusion des savoirs et des expertises, à travers leurs collections propres et des partenariats phares.

Retrouvez-les toutes en libre accès sur editions.afd.fr.

Pour un monde en commun.

Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de leur(s) auteur(s). Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de l'Agence française de développement ou des institutions partenaires.

Crédits et autorisations

License Creative Commons

Attribution – Pas de commercialisation – Pas de modification

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>



Dépôt légal 1^{er} trimestre 2022

ISSN 2116-4363

Imprimé par le service de reprographie de l'AFD

Pour consulter les autres publications
de la collection **MacroDev** :

<https://www.afd.fr/collection/macrodev>