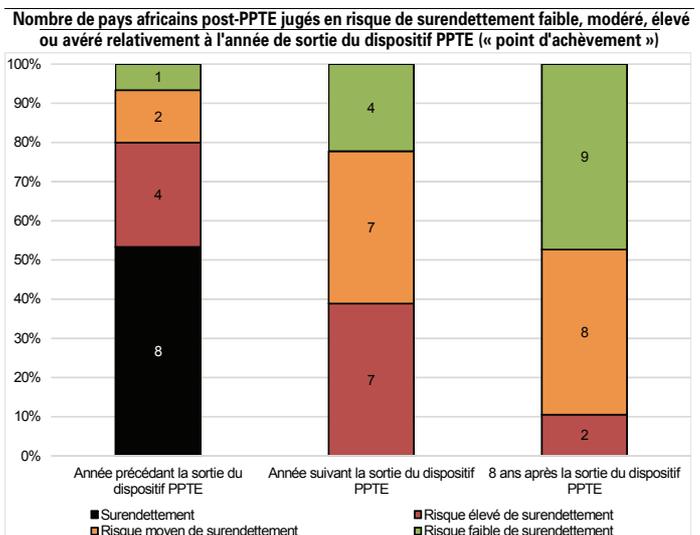


L'Afrique aura-t-elle besoin d'une nouvelle initiative « Pays Pauvres Très Endettés » ?

- L'initiative Pays Pauvres Très Endettés (PPTe), initiée en 1996 sous l'égide du FMI et de la Banque Mondiale et accompagnée à partir de 2005 de l'initiative d'Allègement de la Dette Multilatérale (IADM), a été créée pour encadrer l'allègement massif de la dette publique extérieure due par des pays, jugés pauvres et très endettés, à l'ensemble de la communauté financière internationale (institutions financières internationales, créanciers bilatéraux officiels et créanciers privés). Elle a été conçue comme une solution définitive aux crises répétées de surendettement de ces pays.
- Cette initiative touche aujourd'hui à son terme : seuls 3 pays, sur les 39 éligibles, peuvent encore bénéficier du mécanisme ; l'heure est donc au bilan. Ce Trésor-Eco se focalise sur les 30 pays africains qui en ont bénéficié. Elle vise à dépendre l'impact de ces dispositifs sur la soutenabilité de la dette au moment où les allègements ont été accordés, mais aussi à déterminer quels en ont été les effets de plus long terme.
- Si l'objectif de l'initiative de libérer de l'espace budgétaire pour permettre d'enclencher un cycle de croissance inclusive (c'est-à-dire bénéficiant à l'ensemble de la population active) semble rempli, la restauration d'une soutenabilité pérenne de ces pays n'est que partiellement assurée. En effet, s'il n'y a pas lieu de craindre une nouvelle crise de surendettement à court terme pour la grande majorité des pays africains post-PPTe, un petit nombre d'entre eux a connu une période de ré-endettement très soutenu à l'issue de l'initiative, et pourrait bientôt retrouver des niveaux d'endettement proches de ceux observés avant l'initiative. La fin, en 2013, d'une période de conjonction de facteurs exogènes orientés très favorablement (prix élevé des matières premières, demande tirée par la croissance dans les pays émergents, taux d'intérêt mondialement bas et valeur relative de l'USD faible), pourrait en outre conduire à une accélération de la dégradation de la soutenabilité de la dette de ces pays.
- Les sources de financement des pays étudiés ont par ailleurs fortement évolué dans les années récentes, que ce soit auprès du secteur officiel (avec l'émergence de nouveaux créanciers officiels) ou du secteur privé (avec la multiplication des recours à l'émission souveraine sur les marchés financiers internationaux). La structure particulière jusqu'ici retenue pour la plupart des émissions souveraines de ces pays appelle en particulier à une vigilance renforcée, car celles-ci exposent particulièrement les pays émetteurs aux risques de refinancement.
- Si une nouvelle crise de dette devait se produire, le constat par les créanciers anciens et nouveaux d'un échec *de facto* de la stratégie précédente d'annulation massive pourrait rendre particulièrement complexe la gestion d'une restructuration rapide et ordonnée de la dette de ces pays.

Source : Analyses de viabilité de la dette (DSA) conduites par le FMI et la Banque mondiale, jusqu'au 31/12/2015, calculs DG Trésor.

Note de lecture : 8 ans après qu'ils aient atteint le point d'achèvement, 8 pays étaient jugés en risque modéré de surendettement.



1. 126 Mds USD ont été annulés par la communauté financière internationale au titre de l'initiative PPTE

Conçues comme des solutions définitives à la crise de surendettement des pays en développement dans les années 1980, les initiatives Pays Pauvres Très Endettés (PPTE) et d'allègement de la dette multilatérale (IADM) (cf. Encadré 1) ont conduit entre 2000 et 2014 à l'annulation de 126 Mds USD¹ en valeur nominale par l'ensemble de la communauté financière internationale. Des annulations ont ainsi été réalisées par les institutions financières internationales, les créanciers bilatéraux officiels et les créanciers privés. Sur cet effort financier total, le quart environ a été fourni par les créanciers du Club de Paris. Au sein du Club de Paris, la France a été le premier contributeur,

son exposition étant particulièrement importante sur les pays africains, principaux bénéficiaires de l'initiative². La France s'est ainsi engagée à annuler, dans le cadre de l'initiative PPTE, un total de 18 Mds € sur tous les pays africains éligibles au dispositif, dont 15 Mds € ont déjà été réalisés depuis 2000.

Aujourd'hui, parmi les 39 pays initialement éligibles, seuls la Somalie, le Soudan et l'Erythrée n'ont pas encore rempli les conditions leur permettant d'atteindre le point de décision de l'initiative PPTE (cf. Encadré 1).

2. L'effet de l'initiative PPTE sur l'endettement semble, en moyenne, relativement pérenne

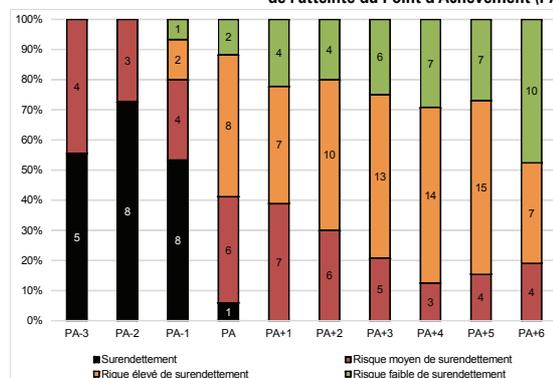
2.1 L'impact à la sortie du dispositif a été très net : la dette publique extérieure a été ramenée en moyenne de 119 % à 33 % du PIB

L'objectif de substituer aux dépenses consacrées au service de la dette des investissements visant une croissance inclusive semble être atteint. En effet, pour l'ensemble des pays bénéficiaires de l'initiative PPTE³ le service de la dette a été diminué en moyenne de plus de 2 points de PIB depuis l'atteinte du point de décision quand, dans le même temps, les dépenses de réduction de la pauvreté ont augmenté de près de 3 points de PIB. Les pays PPTE restent toutefois encore en retrait dans l'atteinte des Objectifs du Millénaire pour le Développement, en particulier dans les domaines de l'éducation et de la santé⁴.

L'initiative PPTE a permis de ramener la dette publique extérieure des pays africains bénéficiaires⁵, de 119 % de leur PIB en moyenne l'année précédant le point de décision, à environ 33 % deux ans après l'atteinte du point d'achèvement⁶. La part de la dette dans le PIB n'est toutefois qu'une indication partielle de la soutenabilité de la dette d'un pays. Le FMI et la Banque mondiale ont conjointement développé un cadre d'analyse plus fin, spécialement adapté à la situation des pays à faible revenu⁷, et qui permet d'évaluer la probabilité qu'une situation de surendettement survienne (risque faible (F), modéré (M), élevé (E) ou situation de surendettement avérée (A)). En centrant les résultats de ces analyses relativement à l'année où chacun d'entre eux a atteint le point d'achèvement de l'initiative, l'amélioration rapide de la soutenabilité de la dette des pays africains apparaît de façon plus probante encore, au fur et à

mesure que l'allègement de dette décidé est mis en œuvre par les institutions multilatérales, le Club de Paris, les autres créanciers officiels et les créanciers privés⁸.

Graphique 1 : nombre de pays africains post-PPTE jugés en risque de surendettement faible, modéré, élevé ou avéré : évolution relative à l'année de l'atteinte du Point d'Achèvement (PA)



Source : Analyses de viabilité de la dette (DSA) conduites par le FMI et la Banque mondiale, jusqu'au 31/12/2015, calculs DG Trésor.

Note de lecture : 4 ans après qu'ils aient atteint le point d'achèvement (PA+4), 14 pays étaient jugés en risque modéré de surendettement.

Note : Les premières DSA menées ont commencé à être publiées en 2005, et sont ensuite généralement réalisées annuellement. Si l'analyse n'a pas été conduite une année donnée, l'évaluation précédente est utilisée. Si plusieurs analyses ont été menées une même année, l'analyse la plus récente est retenue. Plusieurs pays ayant atteint le point d'achèvement avant l'année 2005, et plusieurs autres ne l'ayant atteint que très récemment, aucun point du graphique ne regroupe une DSA pour l'intégralité des 30 pays de l'analyse, ce qui explique le nombre variable de points observés au total chaque année. Des effets de structure sont donc possibles.

(1) Cf. FMI (2014), "Heavily Indebted poor Countries Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative - Statistical Update".

(2) Sur les 126 Mds USD annulés, 99 l'ont été au profit de pays africains.

(3) Y compris les pays non africains.

(4) Cf. FMI et Banque mondiale (2015).

(5) Les pays africains ayant déjà bénéficié de l'initiative PPTE, qui font l'objet de la présente étude, sont les suivants : Bénin, Burkina-Faso, Burundi, Cameroun, Comores, Côte d'Ivoire, Ethiopie, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée-Bissau, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritanie, Mozambique, Niger, Ouganda, République Centrafricaine, République du Congo, République Démocratique du Congo, Rwanda, Sao Tomé et Príncipe, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Tchad, Togo, Zambie. Les autres pays PPTE, exclus du champ de l'analyse, sont les suivants : Afghanistan, Guyana, Haïti, Honduras, Nicaragua.

(6) Source : World Economic Outlook, FMI, Avril 2015.

(7) Une « Analyse de viabilité de la dette », ou "Debt sustainability analysis" (DSA) se focalise sur (i) la solvabilité du pays, en comparant la dette publique et externe en valeur actuelle nette au PIB, mais aussi aux recettes fiscales, et aux exportations ; (ii) à la liquidité du pays, en comparant le service de la dette aux recettes fiscales et aux recettes d'exportations. Cf. Fonds Monétaire International et Banque mondiale (2013), "Staff Guidance note on the application of the joint Bank-Fund debt sustainability framework for low-income countries".

(8) Des traitements de flux étant accordés entre le point de décision et le point d'achèvement, l'allègement de la dette peut être non négligeable avant l'atteinte du point d'achèvement.

Encadré 1 : Qu'est-ce que l'initiative PPTE ?

Les créanciers officiels ont consenti des allègements du service de la dette dès le début de l'apparition, à la fin des années 1970, de crises de dettes répétées dans les pays à faibles revenus^a. Ces restructurations consistaient toutefois en des rééchelonnements selon des termes non-concessionnels^b, assortis de mesures de protection des nouveaux financements (renforcement de leur séniorité) pour encourager les flux de financement officiels pour les pays en difficulté. Si ces traitements ont permis d'importants soutiens aux besoins de trésorerie, privilégier cette approche a contribué à l'accumulation de stocks de dette importants^c. Face à cette situation, les créanciers officiels regroupés au sein du Club de Paris ont adopté des traitements de plus en plus concessionnels, aboutissant en 1988 à la première annulation partielle de dette souveraine au profit du Mali.

La communauté financière internationale fit progressivement le constat que pour un certain nombre de pays très pauvres, même l'utilisation totale de ces mécanismes de rééchelonnement et d'annulation - accompagnés de l'apport de financement concessionnels et la poursuite de politiques économiques jugées saines - n'était peut-être pas suffisante pour atteindre un niveau de dette soutenable en un délai raisonnable. En septembre 1996, le Comité du développement de la Banque Mondiale et le Comité intérimaire du FMI ont adopté en réponse à cette situation **l'initiative en faveur des « Pays pauvres très endettés » (Initiative PPTE)**, renforcée en septembre 1999 afin d'octroyer plus rapidement un allègement plus substantiel à un plus grand nombre de pays et de renforcer les liens entre l'allègement de la dette, la réduction de la pauvreté et la politique sociale.

Conçue pour apporter une assistance exceptionnelle aux pays qui y sont déclarés éligibles, **elle s'adressait à un groupe fermé de 39 pays** jugés particulièrement pauvres et endettés au moment du lancement de l'initiative, afin d'éviter de créer un aléa moral qui inciterait les pays proches des seuils de sélection à laisser la situation de leurs finances publiques se dégrader pour devenir éligible.

Le processus se déroule en deux étapes :

Première étape : « point de décision ». Pour bénéficier d'une assistance au titre de l'initiative PPTE, un pays doit satisfaire aux quatre conditions suivantes :

- 1) un critère de pauvreté, évalué par l'admissibilité aux seuls guichets concessionnels du FMI et de la Banque mondiale : PRGT (fonds pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance) du FMI et AID (Association Internationale du Développement) de la Banque mondiale.
- 2) une charge d'endettement insoutenable, à laquelle les mécanismes d'allègement de la dette traditionnels ne permettent pas de répondre.
- 3) la mise en œuvre de réformes et d'une politique économique encadrées par des programmes appuyés par le FMI et la Banque mondiale.
- 4) l'élaboration d'un Document de Stratégie pour la Réduction de la Pauvreté (DSRP) suivant un processus participatif au niveau national.

Lorsque le pays atteint le point de décision sur validation des conseils d'administration du FMI et de la Banque mondiale, il peut commencer à recevoir un allègement intérimaire du service de sa dette.

Deuxième étape : « point d'achèvement ». Afin de recevoir la réduction intégrale et irrévocable de sa dette au titre de l'initiative PPTE, le pays doit :

- 1) continuer de donner la preuve de bonnes performances dans le cadre de programmes soutenus par des prêts du FMI et de la Banque mondiale.
- 2) exécuter de manière satisfaisante les grandes réformes convenues au point de décision.
- 3) adopter et mettre en œuvre pendant un an au moins son DSRP.

Lorsqu'un pays a satisfait à ces critères, il peut atteindre le point d'achèvement, ce qui lui permet de recevoir l'intégralité de l'allègement de la dette promis au point de décision. En particulier, un « facteur commun de réduction », qui précise l'effort minimum que chaque créancier se doit de fournir pour que l'endettement retrouve globalement un niveau soutenable, est calculé par le FMI et la Banque mondiale. L'initiative PPTE requiert la **participation de tous les créanciers multilatéraux**, au-delà des allègements de dette traditionnels octroyés par les **créanciers publics bilatéraux** et les **créanciers privés**. Immédiatement après l'atteinte du point d'achèvement, la dette publique extérieure n'est généralement pas nulle ; elle peut émaner de 4 sources possibles : (1) les créanciers qui ne sont pas allés au-delà de la simple application du facteur commun de réduction ; (2) les créanciers multilatéraux qui ont octroyé des prêts après l'année 2004 (*cf. infra*) ; (3) les autres créanciers ayant accordé des prêts entre le point de décision et le point d'achèvement ; (4) les créanciers ayant refusé de participer à l'initiative (par exemple certains créanciers privés).

La plupart des créanciers du Club de Paris se sont engagés à aller au-delà des efforts financiers exigés dans le cadre de l'initiative, les portant parfois jusqu'à une annulation de la totalité de leurs créances ; c'est le cas en particulier de la France et de tous les pays du G7, qui s'y sont engagés au sommet du G7 à Okinawa en 2000. De la même façon, sous l'impulsion du G-8 en 2005, **l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM)** a conduit le FMI, l'Association internationale de développement (AID) de la Banque mondiale et le Fonds africain de développement (FAfD), à s'engager à **annuler la totalité de leurs créances** précédemment octroyées sur les pays qui ont atteint ou vont atteindre le point d'achèvement. A la différence de l'initiative PPTE, l'IADM n'exige pas de traitement comparable de la part des autres créanciers, qu'ils soient multilatéraux, bilatéraux ou privés.

a. Cf. Boote A.R. et Thugge K. (1997), "Debt relief for low-income countries and the HIPC Initiative" *IMF Working Papers 97/24*, Fonds Monétaire International.

b. La concessionnalité mesure la « générosité » du financement accordé. Par exemple, plus les conditions financières (taux d'intérêt, maturité, période de grâce) d'un prêt sont favorables et plus sa concessionnalité sera élevée ; à noter que les différentes institutions peuvent retenir des méthodes de calcul différentes pour juger de la concessionnalité des conditions accordées (*cf.* Puppitto L. (2016), « Les nouvelles règles pour les prêts d'aide publique au développement : quels enjeux ? », *Lettre Trésor-éco* n°161 pour une analyse des règles du Comité d'aide au développement de l'OCDE). Par extension, une restructuration non-concessionnelle d'une créance consiste en une modification de l'échéancier initial qui ne s'accompagne pas d'une réduction de la valeur actuelle nette de la créance, maintenue via la facturation d'intérêts ; elle ne peut répondre ainsi qu'à une crise de liquidité, et non pas à une crise de solvabilité.

c. Cf. Daseking C. et Powell R. (1999), "From Toronto terms to the HIPC Initiative: A brief history of debt relief for low-income countries" *IMF Working Paper WP/99/142*, Fonds Monétaire International.

2.2 En moyenne, la part de la dette publique extérieure dans le PIB des pays bénéficiaires est restée stable depuis la sortie du dispositif

La problématique majeure aujourd'hui est celle de la pérennité de l'effet bénéfique initial de PPTE et IADM.

Un ré-endettement public modéré était souhaitable après les annulations massives de dette accordées dans le cadre de PPTE. L'endettement public alimente en effet la croissance de l'économie, à condition d'être affecté à la formation de capital plutôt qu'à la consommation, d'être effectué à conditions financières abordables, que les projets soient rationalisés et priorisés, et tant que le rythme de ré-endettement global reste contenu. Cet « effacement

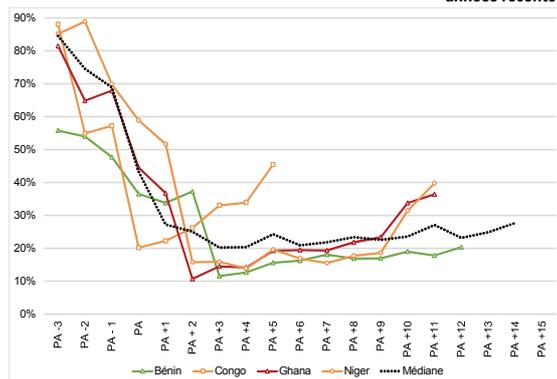
d'ardoise » avait avant tout pour objectif de sécuriser durablement un sentier de dette soutenable pour les bénéficiaires ; en éloignant le risque de défaut, le dispositif a permis aussi un retour de la confiance des bailleurs, enclenchant ainsi un cercle vertueux de financement à des termes abordables, d'investissement, et de croissance.

Or, si entre 2007 (date à laquelle près des deux tiers des pays de l'étude avaient atteint le point d'achèvement) et 2012, la part moyenne de la dette publique extérieure dans le PIB de ces pays a continué à décroître de façon continue, passant de 58 % à 26 %, **une augmentation continue s'observe depuis 2012, mais reste modérée en moyenne**, puisqu'à fin 2015 ce ratio s'établit à 32 %⁹.

3. Un rebond inquiétant de l'endettement sur la période récente est observé chez certains pays bénéficiaires

Une analyse plus fine révèle que ces résultats rassurants en moyenne recouvrent une réalité plus contrastée (cf. graphique 2 pour quelques exemples polaires). En effet, si les niveaux d'endettement actuels restent généralement très inférieurs à ceux précédant l'initiative, plusieurs pays se ré-endorment à un rythme très soutenu : par exemple, 13 pays ont vu leur dette publique extérieure croître de plus de 10 points de PIB dans les cinq dernières années¹⁰.

Graphique 2 : des dynamiques de ré-endettement contrastées dans les années récentes



Note : évolution de la part de la dette publique extérieure dans le PIB relative à la date du point d'achèvement (PA) pour une sélection de pays. Les courbes rouges correspondent à un risque de surendettement « élevé », orange à un risque « modéré », et verte à « faible ». La courbe moyenne porte sur les 30 pays de l'étude.

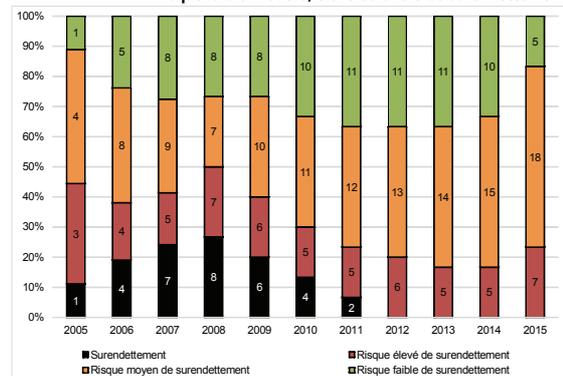
Source : WEO Avril 2015, DSA du FMI et de la Banque mondiale disponibles à la date de décembre 2015.

En outre, l'endettement domestique, souvent très coûteux, à la maturité généralement plus courte, est pénalisé par un marché peu liquide, est également un facteur de fragilité. En moyenne, l'endettement public total devrait atteindre 50 % du PIB à fin 2015. La composante domestique de cette dette publique est particulièrement

importante pour la Gambie (44 points de PIB¹¹), le Malawi (41 points de PIB), le Togo (+34 points de PIB) et le Tchad (34 points de PIB). L'endettement domestique a toutefois le double avantage (i) d'être libellé en monnaie locale, ce qui préserve ce type de ressources du risque de change, et (ii) d'être détenu par une base d'investisseurs plus captive, ce qui le rend moins sensible à la volatilité des marchés.

Plus globalement, l'analyse plus fine de la DSA révèle que la situation est en réalité plus préoccupante pour l'ensemble des pays de l'analyse que ce que les ratios de dette/PIB moyens laissent entrevoir (cf. graphique 3). Ainsi, sur les 30 pays africains post-PPTE, seuls 5 étaient encore en risque de surendettement « faible » à fin 2015 ; et 7 sont en risque « élevé » de surendettement à ce jour. L'inflexion est d'autant plus nette depuis 2013 qu'un changement méthodologique¹² est à l'origine de plusieurs des améliorations d'évaluation du risque de surendettement.

Graphique 3 : évolution annuelle du nombre de pays africains post-PPTE en risque faible modéré, élevé ou avéré de surendettement



Sources : FMI et Banque mondiale.

(9) Source : WEO Avril 2015.

(10) Congo (+25 points), Niger (+23), Malawi (+19), Liberia et Ghana (+17), Cameroun et Mozambique (+14), Gambie (+13), République Centrafricaine et Zambie (+12), Sénégal, Mali et Rwanda (+10).

(11) Les écarts présentés ici sont issus de la dernière analyse de viabilité de la dette disponible au 31/12/2015, ils ne correspondent donc pas nécessairement à ceux qui peuvent déduits du tableau 1.

(12) Le taux d'actualisation retenu pour l'exercice, anciennement calibré sur le taux d'intérêt commercial de référence (TICR) pour l'USD et évalué à 3 % au moment de la réforme fin 2013, est passé à un taux fixe de 5 % : les taux d'intérêt pratiqués dans les économies avancées, devenus extrêmement bas, n'étaient plus jugés pertinents pour actualiser les flux financiers dans les économies en développement. Toutefois cette réforme induit une rupture de série réduisant mécaniquement la valeur actuelle nette du stock de dette. Cf. FMI (2013), "Unification of discount rates used in external debt analysis for low-income countries".

Tableau 1 : récapitulatif de la situation des pays étudiés

	Date du point de décision PPTE	Date du point d'achèvement PPTE	Risque de surendettement ^a	Ratio dette publique extérieure / PIB ^b à fin 2015	Ratio dette publique totale / PIB à la fin 2015 ^c
Bénin	2000	2003	Faible	20 %	37 %
Burkina-Faso	2000	2002	Modéré	22 %	34 %
Burundi	2005	2009	Élevé ^d	14 %	30 %
Cameroun	2000	2006	Élevé	20 %	33 %
Comores	2010	2012	Modéré	18 %	18 %
Congo	2006	2010	Modéré	45 %	65 %
Côte d'Ivoire	2009	2012	Modéré	29 %	46 %
Éthiopie	2001	2004	Modéré	25 %	50 %
Gambie	2000	2007	Modéré	52 %	102 %
Ghana	2002	2004	Élevé	36 %	75 %
Guinée	2000	2012	Modéré	32 %	46 %
Guinée Bissau	2000	2010	Modéré	31 %	51 %
Libéria	2008	2010	Modéré	26 %	24 %
Madagascar	2000	2004	Modéré	27 %	41 %
Malawi	2000	2006	Modéré	35 %	76 %
Mali	2000	2003	Modéré	34 %	37 %
Mauritanie	2000	2002	Élevé	62 %	66 %
Mozambique	2000	2001	Modéré	51 %	73 %
Niger	2000	2004	Modéré	40 %	43 %
Ouganda	2000	2000	Faible	21 %	31 %
République Centrafricaine	2007	2009	Élevé	32 %	43 %
République Démocratique du Congo	2003	2010	Modéré	14 % ^e	18 %
Rwanda	2000	2005	Faible	24 %	34 %
Sao Tome et Principe	2000	2007	Élevé	73 %	80 %
Sénégal	2000	2004	Faible	37 %	54 %
Sierra Léone	2002	2006	Modéré	34 %	45 %
Tanzanie	2000	2001	Faible	28 %	41 %
Tchad	2001	2015	Élevé	47 % ^f	60 %
Togo	2008	2010	Modéré	24 %	63 %
Zambie	2000	2005	Modéré	19 %	40 %

a. Dernière analyse de viabilité de la dette disponible à fin 2015.

b. Projection. Source : WEO Avril 2015.

c. Dernière analyse de viabilité de la dette disponible à fin 2015. Le champ inclut généralement la dette publique non souveraine. Les écarts avec la colonne précédente, outre les différences de champ, peuvent être liés à la date de réalisation des projections.

d. Le cas du Burundi illustre le besoin de compléter l'analyse au-delà de, la part de la dette dans le PIB. Les capacités de gestion du pays sont faibles, et les exportations du pays (de faible volume et très peu diversifiées) sont une source de fragilité pour la viabilité de la dette : le risque de surendettement est donc jugé élevé malgré la faible part de la dette publique extérieure dans le PIB.

e. Chiffre publié dans la dernière analyse de viabilité de la dette.

f. L'atteinte du point d'achèvement ayant eu lieu après la publication du WEO 2015, le chiffre retenu est celui de la dernière DSA, postérieure à l'atteinte du point d'achèvement.

4. Le paysage de financement des pays africains post-PPTE est en mutation et recèle plusieurs défis

4.1 Les conditions favorables de ces dernières années commencent à se dégrader

L'accélération de la dynamique de ré-endettement des pays africains ayant bénéficié de l'initiative PPTE a eu lieu dans le contexte très favorable de la période 2009-2013¹³. Dans leur ensemble, les pays à faible revenu ont tout d'abord connu une meilleure résilience que les économies avancées dans la période d'après crise de 2008, en partie portée par la demande dynamique des pays émergents. En outre, le maintien à un niveau historiquement bas des taux d'intérêts dans les économies avancées a accru l'appétence des investisseurs pour les économies en développement et a permis un endettement dans une monnaie forte à des conditions abordables. Enfin, le prix des

matières premières, après la chute consécutive à la crise de 2008, a connu des niveaux historiquement élevés jusqu'à mi-2014 ; or, sur les 30 pays de la présente étude, 29 font partie de la liste des 94 pays en développement particulièrement dépendants des prix des matières premières telle qu'identifiée par la CNUCED¹⁴.

Toutefois, cette fenêtre favorable est en train de se refermer. Tout d'abord, le ralentissement de la croissance économique dans les pays émergents commence à pénaliser certains pays africains avec lesquels des liens économiques forts se sont développés (*cf. infra*). En outre, la fin des politiques monétaires accommodantes devrait avoir comme conséquence une remontée des taux d'intérêt dans les économies avancées, un probable reflux des

(13) Cf. Fonds Monétaire International et Banque mondiale (2015), "Public Debt Vulnerabilities in Low-Income Countries: The Evolving Landscape".

(14) Cf. Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement (2014), "State of commodity dependence".

capitaux des économies en développement vers les économies avancées, et l'augmentation de la valeur relative de l'USD. Enfin, le cours de nombreuses matières premières, et notamment du pétrole, a chuté brutalement depuis mi-2014, et le FMI et la Banque mondiale ne prévoient pas de remontée à court terme¹⁵ : ce développement a fortement pénalisé les exportateurs nets de matières premières, et n'a apporté qu'un gain modéré aux importateurs nets.

4.2 De nouveaux créanciers officiels occupent désormais une place importante

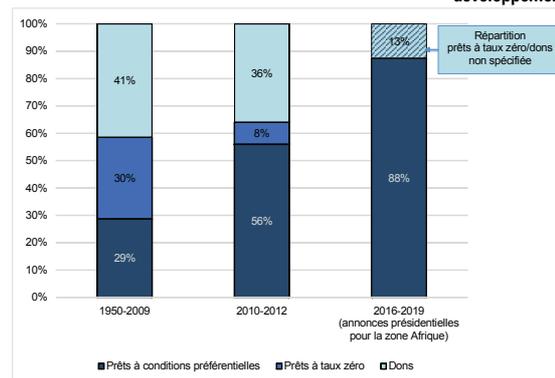
L'augmentation des prêts des pays émergents joue un rôle notable dans ce ré-endettement ; or, ceux-ci se dotent de stratégies en matière de politique d'aide au développement qui peuvent différer de celle des bailleurs traditionnels¹⁶. Tout d'abord, les créanciers bilatéraux traditionnels, généralement membres du Comité d'Aide au Développement (CAD) de l'OCDE, sont plus attentifs à la question de la soutenabilité de long terme de la dette de leurs débiteurs, utilisant notamment largement les analyses macroéconomiques du FMI et de la Banque mondiale ; à l'inverse, la plupart des pays émergents se focalisent davantage sur la viabilité microéconomique des projets financés. L'importance croissante des financements des pays émergents leur donne pourtant désormais un impact à l'échelle macroéconomique. Mwase et Yang (2012) estiment en outre que les bailleurs traditionnels considèrent que l'efficacité de l'aide au développement repose en partie sur le renforcement des institutions et de la gouvernance ; à l'inverse, certains pays émergents mettent en avant le fait que leurs financements ne sont pas liés à des conditionnalités politiques, invoquant un principe de « non-ingérence ». Les membres du CAD de l'OCDE sont par ailleurs soumis au respect de règles communes : conditions précises de calcul de la concessionnalité des prêts, niveau plancher de concessionnalité pour qu'un prêt puisse être considéré comme de l'Aide Publique au Développement, examen régulier de leur politique en faveur du développement avec les « revues par les pairs », publication d'informations détaillées sur les conditions financières des apports financiers incitations à délier l'aide, etc. Pour tous les pays ne se soumettant pas aux règles du CAD, la nature de leurs flux financiers en faveur du développement est par essence peu ou mal connue.

Malgré le manque de données officielles, il apparaît que la Chine joue en particulier un rôle majeur dans le financement de l'ensemble des pays africains.

l'Afrique est en effet la première destination de l'aide de la Chine avec 46 % des fonds¹⁷. Elle aurait fourni en 2009 environ 2 Mds USD d'« aide étrangère¹⁸ » à l'ensemble des pays du monde ; entre 2010 et 2012, ce rythme serait passé à 5 Mds USD par an¹⁹. Lors du sommet de Johannesburg du forum sur la coopération sino-africaine de décembre 2015, le président chinois a annoncé que la Chine fournirait, sur les 3 prochaines années, 5 Mds USD de don ou de prêt à taux zéro et 35 Mds USD de prêts à conditions préférentielles, ce qui correspond à une accélération du rythme d'aide étrangère chinoise à plus de 13 Mds USD par an, et ce sur la seule zone Afrique.

Cette aide chinoise est par ailleurs dans une dynamique de moindre concessionnalité :

Graphique 4 : évolution de la concessionnalité de l'aide chinoise au développement



Sources : *White Paper on China's Foreign Aid*, Bureau de l'information des affaires du Conseil des affaires d'État, publications d'avril 2011 (période 1950-2009) et juillet 2014 (période 2010-2012) ; déclarations du Président chinois au forum sur la coopération sino-africaine de décembre 2015.

Note de lecture : Les données pour les périodes 1950-2009 et 2010-2012 concernent l'ensemble du monde. Les données pour la période 2016-2019 concernent uniquement la zone Afrique.

4.3 Des pays qui émettent sur les marchés financiers internationaux

L'accès des pays africains post-PPTE aux marchés internationaux de capitaux est un second moteur de ce ré-endettement dynamique. Ainsi, sur les 30 pays du champ de l'analyse, 6 d'entre eux²⁰ ont, après l'atteinte du point d'achèvement, émis des obligations souveraines sur les marchés internationaux pour la première fois de leur histoire.

(15) Cf. Fonds Monétaire International (2015), "Macroeconomics developments and prospects in Low-Income developing Countries", et Banque mondiale (2015), "Commodity markets outlook".

(16) Cf. Nkunde Mwase N. et Yongzheng Yang (2012), "BRICs' Philosophies for Development Financing and Their Implications for LICs", *Working paper*, FMI.

(17) *White Paper on China's Foreign Aid* (2011), Bureau de l'information des affaires du Conseil des affaires d'État, estimation pour l'année 2009.

(18) Estimation de la Banque mondiale, "Financing for development post-2015", septembre 2013. Aucun des chiffres avancés ici concernant l'aide chinoise ne sont fournis par le CAD : ils ne sont donc pas conformes aux standards internationaux de l'APD.

(19) *White Paper on China's Foreign Aid* (2014), Bureau de l'information des affaires du Conseil des affaires d'État.

(20) Ethiopie, Ghana, Rwanda, Sénégal, Tanzanie, et Zambie. Cf. Anastasia Guscina, Guilherme Pedras, et Gabriel Presciuttini (2014), "First-Time International Bond Issuance-New Opportunities and Emerging Risks".

Tableau 2 : émissions souveraines réalisées par les pays africains post-PPTE^a

	Date	Taux de rendement à l'émission (%)	Maturité (années)	Montant (M USD)	Devises	Législation régissant l'obligation	Part de PIB au moment de l'émission
Ghana	27/09/2007	8,5	10	750	USD	Angleterre	3 %
Congo	06/12/2007	8,77 ^b	22	480	USD	Luxembourg	6 %
Sénégal	15/12/2009	9,473	5	200	USD	Angleterre	2 %
Côte d'Ivoire	15/03/2010	17,354 ^c	22	2 330	USD	France	9 %
Sénégal	06/05/2011	9,123	10	500	USD	Luxembourg	3 %
Zambie	13/09/2012	5,625	10	750	USD	Angleterre	3 %
Tanzanie	27/02/2013	6,284	7	600	USD	Angleterre	1 %
Rwanda	16/04/2013	6,746	10	400	USD	Angleterre	5 %
Ghana	01/08/2013	7,8	10	750	USD	Angleterre	2 %
Ghana	12/09/2014	8,25	12	1 000	USD	Angleterre	3 %
Sénégal	30/07/2014	6,25	10	500	USD	Angleterre	3 %
Zambie	14/04/2014	8,63	10	1 000	USD	Angleterre	4 %
Éthiopie	12/2014	6,625	10	1 000	USD	Angleterre	2 %
Côte d'Ivoire	07/2014	5,625	10	750	USD	Angleterre	2 %
Zambie	24/07/2015	9,375	12	1 250	USD	Angleterre	4 %
Côte d'Ivoire	24/02/2015	6,625	12	1 000	USD	Angleterre	3 %
Ghana	13/10/2015	10,75 ^d	15	1 000	USD	Angleterre	3 %
Cameroun	13/11/2015	9,75 ^e	10	750	USD	Angleterre	3 %

- a. Les émissions de la Côte d'Ivoire en 2010 et du Congo en 2007 ont été réalisées dans le cadre de restructuration de dette. Cf. Fonds Monétaire International, 2014, "Issuing International sovereign bonds, opportunities and challenges for sub-Saharan Africa".
- b. L'émission congolaise a été effectuée dans le cadre d'une restructuration visant à l'application des efforts PPTE aux créanciers commerciaux. Le rendement à l'émission ne correspond ainsi pas au taux d'intérêt proposé dans le titre. Cf. Mark B. Richards (2010), "The Republic of Congo's debt restructuring: are sovereign creditors getting their voice back?" pour plus de détails.
- c. L'émission ivoirienne était là encore une opération d'échange des "Brady bonds", dans le cadre de l'application des efforts PPTE aux créanciers commerciaux ; le haircut correspondant a été estimé à 55% (cf. Juan Cruces et Christoph Trebesch, 2011, "Sovereign defaults: the price of haircut"). Le rendement à l'émission ne correspond ainsi pas au taux d'intérêt proposé dans le titre.
- d. Malgré une garantie de la Banque mondiale pour un montant allant jusqu'à 400 M USD.
- e. La Banque Africaine de Développement a approuvé l'octroi d'une garantie de 500 M USD pour couvrir le risque de change sur cette émission obligataire.

Source : FMI (2014), "Issuing International sovereign bonds, opportunities and challenges for sub-Saharan Africa" pour les émissions réalisées jusqu'à avril 2013, et Reuters ensuite. À noter qu'une entreprise d'État mozambicaine a également réalisé en septembre 2013 une émission obligataire pour un montant de 850 M USD, soit l'équivalent de 5 % du PIB au moment de l'émission.

Les montants des émissions peuvent représenter une part conséquente du PIB de ces pays. La remontée attendue des taux d'intérêts et les risques de change liés à ces émissions, généralement libellées en devise, posent de **forts risques de refinancement**, d'autant plus importants que l'essentiel de ces émissions se sont faites sous la forme de "bullet bonds", c'est-à-dire d'obligations pour lesquelles l'intégralité du capital emprunté est remboursé en une seule échéance²¹.

La mise aux normes de ces émissions obligataires aux derniers standards promus par le FMI ou l'International Capital Market Association (ICMA), **visant à se prémunir en particulier des stratégies des fonds vautours, n'est que très récente et parfois incomplète**. Sur la base d'une interprétation particulière de la rédaction traditionnelle d'une clause des obligations souveraines (la clause de *pari passu*), les fonds vautours sont par exemple parvenus à bloquer les paiements effectués par l'Argentine à tous ses autres créanciers privés, qui avaient, eux, accepté de participer à la

restructuration quelques années auparavant²². Pour pallier cette carence, de nouveaux standards ont été proposés par le FMI et l'ICMA pour rendre plus robuste la rédaction de cette clause ; l'inclusion de clauses d'action collective avec agrégation²³ est également fortement recommandée. Dans le cas des pays étudiés ici, les clauses de *pari passu* n'étaient conformes aux nouveaux standards pour aucune des émissions réalisées avant novembre 2014, exposant donc toutes ces obligations souveraines à l'activité des fonds vautours. De plus, même la récente émission souveraine de la Côte d'Ivoire de février 2015, malgré une clause de *pari passu* révisée, ne comporte pas de clause d'action collective avec agrégation²⁴. Toute tentative de restructuration de dette, si elle venait à être indispensable, pourrait donc être gênée par l'action des fonds vautours et conduire à la prolongation de la situation de cessation de paiement du pays vis-à-vis de tous ses détenteurs d'obligations souveraines²⁵.

(21) Cf. FMI (2014), "Issuing International sovereign bonds, opportunities and challenges for sub-Saharan Africa".

(22) Cf. Cailloux G. (2014), « L'Argentine, les vautours et la dette », *Lettre Trésor-Eco* n°136.

(23) Ces clauses permettent d'imposer une restructuration à l'intégralité des détenteurs d'obligation dès lors qu'une très large majorité d'entre eux jugent les termes de la restructuration acceptable.

(24) Cf. FMI (2015), "Progress report on inclusion of enhanced contractual provisions in international sovereign bond contracts".

(25) Cf. Gulati M. et Klee K. (2001), "Sovereign Piracy", pour une analyse de l'interprétation de la clause de *pari passu* par une cour belge (avant l'introduction de lois évitant ce type de jugements) et de l'effet préjudiciable de l'action des fonds vautours.

4.4 Comment réagiront les créanciers d'un pays post-PPTE si celui-ci fait de nouveau défaut ?

L'émergence de ce nouveau paradigme pourrait s'accompagner de problèmes spécifiques si une nouvelle crise de la dette sur le continent devait apparaître. Le poids croissant, d'une part, de nouveaux créanciers souverains, encore peu liés au Club de Paris et à son processus de coordination et, d'autre part, de détenteurs d'obligations souveraines, individus isolés plus atomisés que ne l'étaient les grandes banques à l'origine des prêts syndiqués antérieurs à la crise des années 1980, pourrait conduire à un processus de restructuration moins ordonné et donc plus coûteux collectivement (au premier chef pour les principaux créanciers). Par ailleurs, les contributeurs aux efforts passés de l'initiative PPTE pourraient être peu enclins à fournir de nouveaux allègements de dette s'ils constatent *de facto* l'échec du processus précédent. Enfin, un nouveau traitement de dette occasionnerait un risque d'aléa moral vis-à-vis des autres pays post-PPTE qui ont jusqu'ici adopté une stratégie d'endettement prudente.

4.5 Conclusion

Face aux préoccupations naissantes quant à l'éclosion, à terme, d'une nouvelle crise de la dette pour certains pays post-PPTE, plusieurs remèdes commencent à être explorés, s'inscrivant dans la ligne du concept de « financement soutenable ». Le Programme d'Action d'Addis Abeba adopté en juillet 2015 par l'ONU insiste ainsi sur la nécessité de mobiliser les ressources domestiques, élément essentiel et premier du financement du développement, quand le recours à l'emprunt extérieur doit être circonscrit et viable ; elle

reconnaît aussi la responsabilité des créanciers dans la soutenabilité de la dette de ses pays débiteurs. Ces points sont repris dans la déclaration des chefs d'État du G20 au sommet d'Antalya en novembre 2015. Dans un objectif de sensibilisation des nouveaux créanciers à ces problématiques, le Club de Paris, en tant qu'enceinte de coordination en matière de restructuration de dette souveraine, cherche en outre à associer un nombre croissant d'acteurs souverains, que ce soit via l'inclusion de nouveaux membres, la création d'un statut de participant ad-hoc pour les créanciers émergents, ou via l'organisation annuelle du Forum de Paris²⁶. Enfin, concernant les émissions souveraines, la lutte contre les fonds voutours, alimentée par les réflexions de l'Assemblée Générale de l'ONU sur la mise en place d'un mécanisme supranational de restructuration de dette souveraine, peut se faire via la sensibilisation de ces nouveaux émetteurs aux nouveaux standards de contrats obligataires, ainsi que via l'introduction, dans les juridictions abritant de grandes places financières, de lois similaires à celle adoptée par le Parlement belge en septembre 2015²⁷.

Comme l'a déclaré le président de la Banque Africaine de Développement M. Akinwumi A. Adesina au Forum de Paris en novembre 2015, « les pays en développement ne peuvent pas se permettre de retourner à l'époque des PPTE, où le Club de Paris devait procéder à l'annulation de la dette. Ils peuvent s'en sortir grâce à une meilleure gestion macroéconomique, et une gestion plus saine de la dette et des finances publiques. (...) (N)ous ne devrions pas revenir à Paris pour parler d'une deuxième initiative PPTE—une seule est largement suffisante ! »

Anaïs LE GOUGUEC

(26) Le Forum de Paris est un évènement annuel organisé conjointement avec la présidence tournante du G20 depuis 2013. Cette conférence, réunissant des créanciers et débiteurs souverains, est une enceinte de débats sur les évolutions du financement souverain et la prévention et résolution des crises de dette.

(27) L'objet de cette loi est de rendre inopérante l'action nocive des fonds voutours en Belgique, tout en préservant le droit des acteurs investissant dans les pays en développement.

Éditeur :

Ministère des Finances
et des Comptes publics
et Ministère de l'Économie
et de l'Industrie et du Numérique

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Michel Houdebine

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe Vincent
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtrésor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Mars 2016

n°163. Vers un meilleur pilotage de l'orientation budgétaire de la zone euro ?

Antonin Aviat, Sébastien Diot, Sabrina El Kasmi, Nicolas Jégou

n°162. Les énergies renouvelables : quels enjeux de politique publique ?

Laure Grazi, Arthur Souletie

n°161. Les nouvelles règles pour les prêts d'aide publique au développement : quels enjeux ?

Léonardo Puppetto

Janvier 2016

n°160. 30 ans de modernisation du dialogue social en France

Marine Cheuvreux

Décembre 2015

n°159. Les TPE françaises et leur accès au financement

Céline Bazard

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère des Finances et des Comptes publics et du ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique.