

## Afrique de l'Est – Kenya

*Par le SER de Nairobi*



L'économie kényane a nettement rebondi après la crise de la Covid-19, avec une croissance soutenue sur la période récente, à un rythme supérieur à celui observé avant la pandémie. L'activité a toutefois ralenti en 2024, la croissance s'établissant à 4,7 %, dans un contexte de confiance affaiblie des ménages et des investisseurs après les manifestations de juin et du maintien d'une politique économique restrictive. La position extérieure s'est sensiblement améliorée depuis, portée par le dynamisme des transferts de fonds, la reconstitution des réserves et une stabilité notable du taux de change. En 2025, la croissance devrait rester proche de 4,8 %, soutenue par de bonnes performances agricoles et une amélioration progressive des conditions financières. L'inflation, après avoir fortement reculé depuis 2022, s'établirait à +4,0 % en 2025 ouvrant la voie à un assouplissement monétaire. La situation budgétaire reste néanmoins préoccupante : le déficit public demeure élevé, et malgré une baisse apparente du ratio de dette, le niveau des échéances de remboursement à court terme reste important, tandis que l'engagement des bailleurs bilatéraux et multilatéraux tend à ralentir.

### Le Kenya maintient une stabilité macroéconomique solide

**L'économie kényane a amorcé une reprise dynamique après la crise de la Covid-19, malgré un ralentissement en 2024.** Cette performance est le fruit d'investissements publics massifs dans les infrastructures, en particulier dans les transports et l'énergie, dans le sillage de la stratégie de développement Vision 2030 mise en place en 2008. Cette dynamique est d'autant plus remarquable qu'elle s'est accompagnée d'une politique macroéconomique restrictive, dans un contexte de fortes tensions budgétaires et d'une inflation élevée, accentuée par une sécheresse historique en 2022. L'activité a néanmoins ralenti en 2024 (+4,7 %, après +5,7 % en 2023) en raison d'une détérioration de la confiance des ménages et des investisseurs, suite aux manifestations de juin 2024, ainsi que d'un *policy-mix* restrictif. La hausse des taux d'intérêts, conjuguée à un effet d'éviction, a fortement pénalisé la croissance du crédit au secteur privé, en particulier pour la construction et l'industrie. L'économie a également été pénalisée par la faiblesse des exportations de thé : près d'un quart de la production – principal bien exporté par le Kenya – n'ayant pas été écoulee. En 2025, la croissance devrait rester stable (+4,8 % selon le FMI) et devrait avoisiner +5,0 % à moyen-terme. Cette croissance est robuste mais apparaît encore insuffisante pour intégrer les jeunes kényans arrivant chaque année sur le marché du travail. L'inscription du Kenya sur la liste grise du GAFI en février 2024 semble avoir eu des effets macroéconomiques limités.

**L'inflation a nettement reculé depuis 2022**, atteignant en octobre 2024 son plus bas niveau depuis près de 12 ans (+2,7 %, après un pic à +9,6 % en octobre 2022). Ce repli s'explique principalement par des facteurs exogènes : forte baisse des prix des denrées alimentaires et des carburants, effets de base favorables, appréciation du shilling kényan depuis février 2024. En moyenne annuelle, l'inflation s'est établi à +4,5 % en 2024 (après +7,7 % en 2023), revenant dans la cible de la Banque centrale [+2,5 % ; +7,5 %], et devrait encore diminuer en 2025 (+4,0 %). Sur le plan de la politique monétaire, la Banque centrale du Kenya (CBK) a entamé un cycle d'assouplissement à partir d'août 2024, après avoir porté son taux directeur à 13,0 %. Depuis lors, elle a procédé à huit baisses consécutives, ramenant le taux à 9,25 % en octobre 2025. Malgré cet assouplissement, la politique monétaire reste globalement prudente, les taux d'intérêt encore élevés continuant de peser sur la croissance du crédit et l'activité économique.

**La position externe du Kenya s'est renforcée depuis 2024.** Le déficit courant s'est largement réduit en 2024 (-2,3 % du PIB, après -3,6 % en 2023), soutenu par une baisse du déséquilibre commercial. Les exportations ont très fortement augmenté (+26,4 %) – portée par l'agriculture et les réexportations – de façon plus importante que les importations (+13,7 %). Les transferts de la diaspora ont également fortement augmenté (+18 %, après +4,0 % en 2023). Selon le FMI, le déficit du compte courant devrait rester globalement stable à environ -2,8 % du PIB à moyen terme. Par ailleurs, à la mi-octobre 2025, les réserves de change du Kenya restaient adéquates, couvrant environ 5,3 mois d'importations, bien au-dessus des seuils recommandés par le FMI et la Banque centrale. Ces indicateurs, conjugués à des opérations de la Banque centrale et une plus forte confiance des marchés, ont permis de stabiliser le shilling kényan face au dollar depuis mi-2024.

**Le secteur bancaire affiche une forte rentabilité et capitalisation, au prix d'une forte exposition au risque souverain.** Les indicateurs de capitalisation et de liquidité sont très bien orientés : À la fin du mois d'août 2025, le ratio de liquidité moyen des banques commerciales a augmenté (à 59,8 %, après 54,3 % un an plus tôt), atteignant son niveau le plus élevé jamais enregistré, et largement au-dessus de l'exigence réglementaire de 20 %. Le ratio d'adéquation de fonds propres (19,7 % en 2024, après 18,5 % en 2023) se situe bien au-dessus du minimum réglementaire (14,5 %). Le secteur affiche une rentabilité record, comme illustré par la rentabilité des actifs (*Return on Assets*), qui s'est élevée (à 3,4 % en 2024, contre 2,9 % en 2023), au-dessus du seuil réglementaire minimum de 1,0 % fixé par la Banque centrale.

Cependant, les banques kenyanes restent fortement exposées aux titres publics, une vulnérabilité mise en évidence par la dégradation de la notation souveraine du Kenya par Moody's en juillet 2024. Cette forte exposition au souverain lie la performance des banques à la santé fiscale de l'État, tandis que la qualité des actifs se détériore (16,4 % en 2024, contre 14,8 % en 2023) en raison des arriérés de paiement du gouvernement envers les fournisseurs. Cette performance s'explique en partie par le fort financement intérieur du gouvernement kenyan, alors que les taux d'intérêt souverains restent élevés.

### Alors que le processus de consolidation budgétaire stagne, la situation budgétaire du Kenya préoccupe

**Selon la dernière analyse de soutenabilité de la dette (DSA) du FMI, publiée en novembre 2024, le Kenya est classé à risque élevé de surendettement.** La dette publique suit une trajectoire haussière depuis 2011 (73,4 % du PIB en 2023, contre 35,7 %), alimentée par des déficits primaires persistants et un service de la dette croissant, qui a atteint 64 % des recettes publiques en 2024 (contre 30 % en 2013). Après une baisse en 2024 liée à un effet change, la dette publique devrait se stabiliser en 2025 (68,0 % du PIB selon le FMI, après 67,3 % en 2024). La consolidation budgétaire, entamée en 2021 dans le cadre du programme FMI, stagne. Le déficit public s'est légèrement détérioré en 2024 (-5,8 % du PIB, après -5,7 % en 2023), en raison du poids croissant du service de la dette et d'un solde primaire moins favorable qu'anticipé. Le retrait du PLF 2024/25 après les manifestations de juin 2024 a révélé une répartition du budget jugée défavorable à certaines catégories de la population, malgré des marges fiscales existantes. Le déficit se détériorerait à nouveau en 2025 (-6,0 % du PIB). Le projet de loi de finances 2025/26 a été conçu avec prudence, sans nouvelle taxe ni réforme fiscale d'ampleur, traduisant une volonté d'apaisement social à l'approche des élections présidentielles de 2027.

**Face à la raréfaction des financements multilatéraux, les autorités kenyanes se tournent vers les financements domestiques.** Le retrait progressif des bailleurs multilatéraux, contraint le pays à se tourner vers des financements domestiques ou bilatéraux dans des conditions moins favorables. Le programme du FMI a été suspendu d'un commun accord en mars 2025, avec l'annulation d'un décaissement de 850 M USD, en raison de l'absence d'une trajectoire crédible de consolidation budgétaire et du non-respect des seuils de recettes fiscales convenus. Côté Banque mondiale, le décaissement de l'Opération de politique de développement (DPO) est dans l'attente d'avancées suffisantes dans la mise en œuvre de l'agenda de réformes. Afin de refinancer des euro-obligations arrivant à échéance en 2028, le Kenya a émis avec succès en octobre 2025 1,5 Md USD d'euro-obligations, réparties en deux tranches égales : 750 M USD (7 ans, coupon de 7,875 %, rendement de 8,2 %) et 750 M USD (12 ans, coupon de 8,8 %, rendement de 9,20 %). Cette opération a atténué les pressions de liquidité à court terme mais s'accompagne d'une exposition continue au risque de change et de coûts d'intérêt plus élevés. Par ailleurs, les autorités ont procédé à des reprofilages de la dette chinoise, initialement libellée en dollars, en yuan afin d'alléger le service de la dette à court terme. Des alternatives de financement, incluant les obligations et billets liés à la durabilité (SLB/SLN), les Panda bonds, les Samurai bonds et la titrisation, sont en cours ou à l'étude pour diversifier les sources de financement et réduire la pression sur les marchés domestiques. La hausse de la note souveraine par S&P à B avec perspective stable (août 2025) reflète l'atténuation des pressions de liquidité et un renforcement de la position externe (cf. supra). Néanmoins, la part des financements domestiques a fortement progressé depuis quelques années. Au 2<sup>e</sup> trimestre 2025, la dette publique était majoritairement domestique (53,6 %, contre 45,3 % en 2023). Bien que les taux souverains aient fortement diminué avec l'assouplissement monétaire de la Banque centrale, ils restent très élevés (environ 13 % pour une échéance à 10 ans) et ne permet donc pas de rendre la dette plus soutenable.

