

DOCUMENT DE TRAVAIL

DT/2024-03

Le surendettement nouveau et les pays africains « frontière » face au mur de la dette

Marc RAFFINOT

Babacar SENE

Marin FERRY

UMR LEDa

Place du Maréchal de Lattre de Tassigny 75775 • Paris • Tél. (33) 01 44 05 45 42 • Fax (33) 01 44 05 45 45

DIAL • 4, rue d'Enghien • 75010 Paris • Tél. (33) 01 53 24 14 50 • Fax (33) 01 53 24 14 51

E-mail : dialogue.leda@ird.fr • Site : dial.ird.fr

Le surendettement nouveau et les pays africains « frontière » face au mur de la dette*

Marc RAFFINOT¹, Babacar SENE², Marin FERRY³

Résumé

De 1960 au début des années 2000, le financement des pays pauvres reposait majoritairement sur des dons, des prêts concessionnels (à des conditions plus douces que le marché) ou des financements plus proches des conditions de marché, mais dans des proportions rationnées et assortis de conditions. Depuis 2007, un certain nombre de pays africains à faible revenu ou à revenu intermédiaire de la tranche inférieure ont cherché à sortir de ce paradigme en empruntant sur les marchés financiers internationaux, notamment sous forme d'Eurobonds. Ces pays sont qualifiés de « pays frontière » car leur accès au marché n'est pas encore bien établi. Ces emprunts obligataires accroissent par ailleurs les risques, notamment en termes de refinancement, mais peuvent aussi contribuer à l'amélioration de la discipline budgétaire du fait d'une contrainte plus dure. De 2007 au milieu des années 2010, la conjoncture était plutôt favorable avant de se retourner en 2019 avec la pandémie de Covid, le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis puis en Europe et l'invasion de l'Ukraine. La Zambie et le Ghana ont notamment fait défaut et le traitement de leur dette continue de poser problème compte tenu de la multiplicité des créanciers qui rend inopérante les anciennes pratiques du Club de Paris. Le retraitement de la dette de la Zambie constitue alors le premier test du nouveau dispositif du G20, le Common Framework, qui devra encore démontrer sa capacité à résoudre les problèmes d'endettement de manière satisfaisante pour l'ensemble des parties prenantes.

Summary

Since 1960, and up to the early 2000s, the financing of poor countries has been mostly based on grants, concessional loans (with conditions that are softer than the market), financing close to market finance but rationed and subject to conditions. Since 2007, a number of low-income and lower-middle-income African countries have sought to break out of this paradigm by borrowing on the international financial markets, notably in the form of Eurobonds. These countries are referred to as "frontier countries" because their access to the market is not well established yet. Such borrowing increases the risks, particularly in terms of refinancing, but

*

¹ Université Paris Dauphine, LEDA DIAL.

² Université Cheikh Anta Diop de Dakar, LAFIDEV.

³ Université Gustave Eiffel, UGE

can also tighten up budgetary discipline by imposing stronger constraints. From 2007 up to the mid-2010s, the economic climate was fairly favourable, before it turned around from 2019 onwards with the Covid pandemic, the tightening of monetary policy in the United States and then in Europe, and the invasion of Ukraine. Zambia and Ghana in particular have defaulted, and the restructuring of their debt keep posing a problem given the multiplicity of creditors, which renders the old practice centred on the Paris Club ineffective. The restructuring of Zambia's debt is the first test of the G20's new Common Framework, which has yet to demonstrate its ability to resolve debt problems to the satisfaction of all stakeholders.

Key Words: Dette publique, dette extérieure, pays frontrière, prêts concessionnel, eurobonds, Club de Paris, Common Framework

JEL Codes : F34, F55, F53, G15, H63, H81, O19, O23

1. Introduction

Près de 20 ans après la dernière initiative de réduction de dette à grande échelle, l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM, 2005), de nombreux pays africains sont de nouveau considérés comme « surendettés ». Certains, comme le Ghana ou la Zambie, ont fait défaut et d'autres comme le Mozambique, l'Angola ou le Malawi se retrouvent aujourd'hui très endettés. Le défaut du Ghana, survenu en 2022, est emblématique, puisqu'il s'agissait du pays pionnier des emprunts sur les marchés des euro-obligations (Eurobonds) parmi les pays africains à faible revenu ou à revenu intermédiaire de la tranche inférieure.

Cet article analyse les problèmes nouveaux posés par la configuration de ces dettes, tant en termes de modalités que de coordination des créanciers. Il se concentre sur les pays africains « frontière », ces pays qui ont accédé au marché financier, mais dont l'accès n'est pas encore consolidé.

2. Le nouveau paysage de la dette publique des pays africains « frontière »

Jusqu'au milieu des années 2000, les pays à faible revenu (et largement aussi les pays à revenu intermédiaire de la couche inférieure) n'avaient accès qu'à des sources de financement extérieures limitées (c'est ce qu'on a appelé le « double péché originel »), à savoir principalement des dons et des prêts concessionnels (à un taux assez largement inférieur aux taux de marché). Les programmes avec le FMI (et l'AID⁴ de la Banque Mondiale) comprenaient des conditionnalités limitant drastiquement le recours à des financements non-concessionnels. Il s'agissait généralement pour les pays « sous programme FMI » d'une condition interdisant d'emprunter à des sources non-concessionnelles – qui n'a cependant pas toujours été respectée⁵. Le financement intérieur, quant à lui, était largement monétaire (sous forme de crédits bancaires, lorsque des législations ne les avaient pas prohibés), voire simplement sous forme d'arriérés de paiement.

Néanmoins, depuis le milieu des années 2000, une série de pays ont franchi ce « plafond de verre financier », en empruntant sur les marchés financiers internationaux, notamment via l'émission d'eurobonds (Raffinot et al. 2021). Les enjeux associés à ces premières émissions étaient multiples : sortir de la dépendance par rapport aux financements bilatéraux et multilatéraux (les bailleurs dit « traditionnels ») et accéder à plus de ressources avec moins de bureaucratie et de conditions (dans le cas des prêteurs multilatéraux) ou moins de pressions diplomatiques et économiques (dans le cas des prêteurs bilatéraux). Parallèlement, plusieurs États (notamment d'Afrique de l'Ouest et anglophones) ont développé des marchés de la dette publique intérieure, éliminant ainsi le risque de change et rendant possible, dans une certaine mesure, le recours à la création monétaire pour rembourser (en contournant l'interdiction par des achats de la banque central sur le marché secondaire, comme cela a été fait en Europe). En

⁴ L'Association Internationale de Développement, le guichet concessionnel de la Banque Mondiale.

⁵ En conséquence, le FMI a assoupli sa politique de limitation des prêts non-concessionnels en octobre 2020. Voir : <https://www.imf.org/en/Topics/sovereign-debt/debt-limits-policy>

cela, ces pays suivent la voie ouverte par des pays comme le Maroc, qui, après le traitement de ses dettes dans le cadre du plan Brady au lendemain de la crise de la dette des années 1980, a montré la voie en réussissant le passage de l'endettement public extérieur à l'endettement public intérieur.

3. Le mur de la dette

Mais ce pas en avant vers une plus grande autonomie financière, pour les pays à faible revenu implique un risque accru. Quand un pays accède au marché financier international, le problème de la soutenabilité de la dette devient plus difficile à gérer. Comme la plupart des obligations sont remboursées *in fine*⁶ (en tous cas sur un petit nombre d'années), ces emprunts sur le marché créent des pics de remboursement. Ces remboursements étant souvent d'un montant élevé par rapport aux ressources budgétaires, il est généralement impossible de les rembourser par un ajustement des finances publiques du type de ceux imposés aux pays africains dans les années 80 et 90. Par exemple, lorsqu'en 2015 le Ghana a emprunté 1 milliards de dollars sur le marché des eurobonds, cela représentait plus de 17 % de ses recettes fiscales.

Pour rembourser, il faut donc pouvoir emprunter à nouveau tout ou partie des échéances (roll-over), comme le font tous les États emprunteurs sur les marchés, industrialisés ou émergents. Pour cela, les anticipations des prêteurs passés et potentiels sont importantes. S'ils perdent confiance, si le FMI ou les agences de notation présentent des perspectives pessimistes, le marché peut se refermer soudainement, ce qui a été dénommé « sudden stops » dans les cas des pays « émergents » (Calvo, 1998). Ces fuites de capitaux peuvent provoquer des sorties de devises et une dépréciation brutale du taux de change, alourdissant au passage les remboursements de la dette extérieure en monnaie locale, dans laquelle les recettes des États sont perçues.

Toutefois, la plupart des pays « frontière » ne disposent pas de marchés financiers suffisamment profonds pour que les financements extérieurs sous forme d'achat de titres négociables soient une menace en cas de revente massive des titres. Un blog du FMI (Kemoe et al. 2023) précise que 40 % de la dette des pays d'Afrique sub-saharienne est extérieure et que 60 % de cette dette est en dollars des États-Unis. Ces auteurs calculent aussi que de 2019 (début de la pandémie) à fin 2022, la dépréciation des monnaies africaines a accru la dette de 10 points de pourcentage du PIB en moyenne, toutes choses égales par ailleurs. Il est donc crucial de conserver l'accès aux marchés pour pouvoir emprunter à des conditions acceptables. C'est ce qu'ont réussi certains pays africains, dont le *track record* s'est amélioré et pour qui les conditions d'emprunt se sont progressivement adoucies (spreads réduits, maturités plus longues) au fur et à mesure que leur réputation de bons payeurs s'établissait.

Par ailleurs, ces obligations sont cotées sur des marchés, ce qui permet de suivre en temps réel le risque perçu par les investisseurs. De manière structurelle, il a ainsi été montré antérieurement que les pays africains, à partir du moment où ils accèdent à ces marchés financiers internationaux, reportent, en moyenne, des spreads supérieurs, toutes choses égales

⁶ C'est-à-dire que le nominal i.e. la valeur faciale du prêt est remboursée à échéance.

par ailleurs⁷, aux spreads des autres pays. (Presbitero et al., 2016 ; Olabisi et Stein, 2015). Le Graphique 1 ci-dessous présente l'évolution moyenne des cotations des obligations souveraines des pays africains. Comme on le voit, ce sont surtout des chocs externes qui impactent les cotations : la pandémie de Covid 19 dès avril 2020, la fin des politiques monétaires accommodantes aux États Unis et en Europe fin 2021, l'invasion de l'Ukraine au printemps 2022. Le Graphique 2 montre que ce sont surtout les écarts par rapport aux obligations des États Unis qui expliquent le mouvement général. Tout ceci illustre le risque de refinancement des émissions, puisque les taux d'intérêt pour de nouveaux emprunts sur les marchés peuvent devenir prohibitifs – et pour des raisons qui n'ont rien à voir avec la gestion macroéconomique des États endettés.

Graphique 1 : Évolution des rendements de l'indice des eurobonds africains



Source des données : Cbonds

Graphique 2 : Évolution des primes de risque de l'indice des eurobonds africains

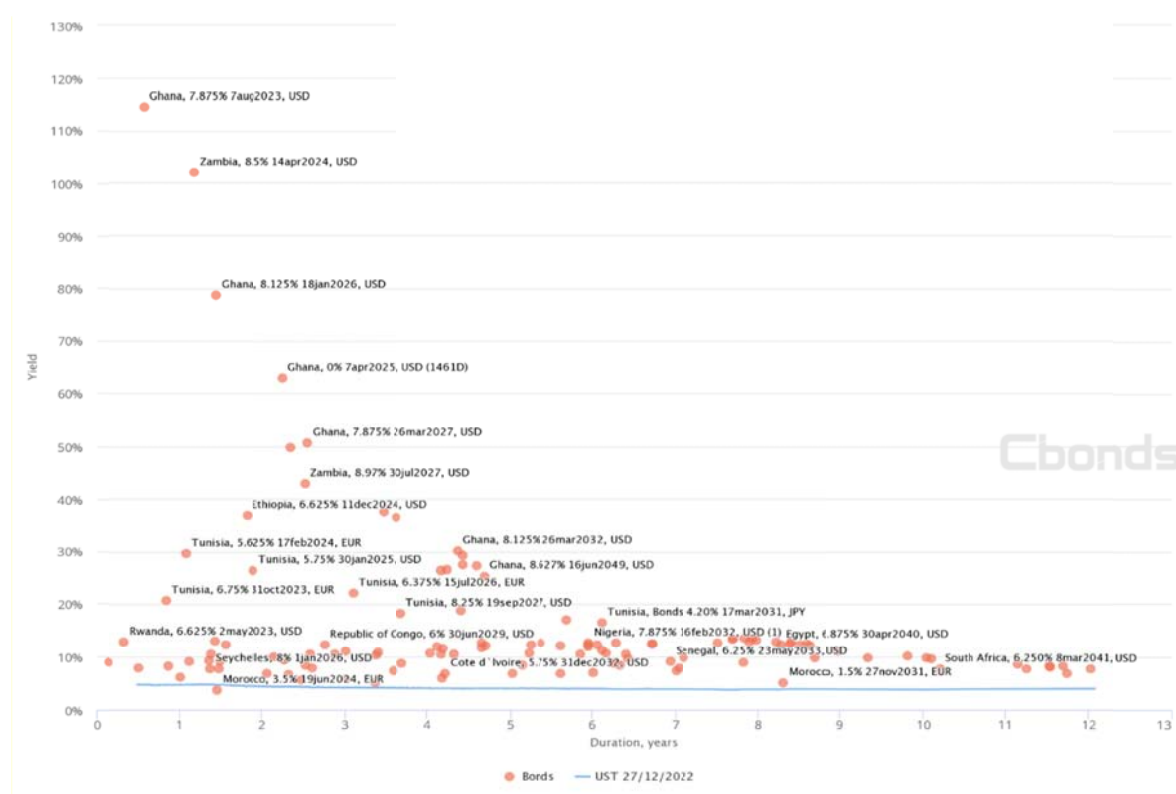
Source des données : Cbonds

⁷ Par exemple, à niveau de développement, d'ouverture commerciale ou de qualité des politiques économiques donnés.

Le Graphique 3 présente les rendements à maturité de l'ensemble des émissions africaines. Il illustre certaines caractéristiques des émissions africaines sur les marchés, notamment les faibles maturités de la plupart des pays à faible revenu, ainsi que les spreads relativement plus élevés pour cette catégorie de pays.

En effet, plus les points s'éloignent de la droite horizontale en bleu (rendement des obligations US fin 2022), plus les eurobonds sont risqués (comme les eurobonds du Ghana et de la Zambie qui se trouvent tout en haut du graphique). Ce graphique permet de classer les pays en quatre catégories : **En défaut** (Ghana, Zambie), **Proche du défaut** (Tunisie, Éthiopie), **En difficulté** (Nigéria, République du Congo, Rwanda, Égypte), à **Faible risque** *i.e.* les pays disposant des spreads les plus faibles de l'échantillon (Sénégal, Côte d'Ivoire, Seychelles, Afrique du Sud, Maroc).

Graphique 3 : Cartographie des rendements des eurobonds africains (Obligations US fin 2022 comme référence)



Source des données : Cbonds

Ces risques structurellement plus élevés que ceux liés à l'endettement concessionnel, ont déjà provoqué des difficultés pour certains pays africains. La Côte d'Ivoire, par exemple n'a pas payé les coupons dus en 2011 en raison des violences qui ont suivi les élections, ce qui aurait conduit à une perte de 55,2 % de la valeur actuelle pour les créanciers, d'après les travaux de Cruces et Trebesch (2011). Qui plus est, au cours des 15 dernières années, une partie de ces pays « frontière » a déjà fait défaut : les Seychelles (en 2007) et le Mozambique (2017) qui ont tous deux procédé à un échange d'eurobonds, la Zambie (2019) et le Ghana (2022). La soutenabilité de la dette des pays frontières (ceux qui ont déjà emprunté sur les marchés

financiers internationaux), telle qu’appréciée par le FMI, la Banque Mondiale ou encore par la CNUCED, est reportée dans le Tableau 1 ci-dessous. Il présente la situation de l’ensemble des pays pour lesquels a été réalisée une analyse de soutenabilité de la dette en 2023. Il montre notamment que certains pays dont la dette est devenue insoutenable n’ont pas emprunté sur les marchés, alors que des pays emprunteurs sur les marchés sont toujours classés en risque moyen, conduisant à questionner le recours au financement par émissions obligataires comme déterminant du surendettement.

Tableau 1: Risque d'insoutenabilité des pays frontière africains.

	Part des obligations dans la dette extérieure totale du gouvernement général (fin 2021)	Evaluation du risque AID FMI	Date de l'analyse de soutenabilité AID-FMI	Evaluation du risque par la CNUCED ⁸
Cameroun	12 %	Risque élevé	2023	Accès au marché
Congo, Rep.	4 %	Insoutenable	2023	ND
Cote d'Ivoire	40 %	Risque modéré ⁰	2023	ND
Éthiopie	5 %	Risque élevé	2020	Insoutenable
Gabon	41 %			Presque insoutenable
Ghana	50 %	Insoutenable	2023	Insoutenable
Guinée	ND	Risque modéré ⁰	2023	ND
Kenya		Risque élevé	2023	Presque insoutenable
Mozambique	ND	Risque élevé	2023	Insoutenable
Nigeria	43 %	ND (Pays revenu intermédiaire)		Accès au marché
Rwanda	14 %	Risque modéré ⁰	2022	
Sénégal	29 %	Risque modéré ⁰	2023	
Zambie	24 %	Insoutenable	2023	Insoutenable

Sources : Banque mondiale, World Data, consulté le 12/10/2023, <https://www.imf.org/external/Pubs/ft/dsa/DSAlist.pdf>

Dans la conjoncture de 2023, emprunter à nouveau pour effectuer des remboursements est devenu plus difficile. La remontée des taux d’intérêt dans les pays industrialisés rend les emprunts plus coûteux, et les capitaux ont tendance à se diriger vers les États des pays de l’OCDE considérés comme moins risqués (fuite vers la qualité). Cela a entraîné une baisse des émissions des pays africains sur le marché international : il n’y a presque pas eu d’emprunts africains entre 2020 et 2023, notamment en 2022. Cette période d’assèchement

⁸ Tiré du rapport sur le commerce et le développement 2023 de la CNUCED. Ce rapport utilise la classification de JP Morgan pour l’identification des « pays-frontières » (37 pays de l’indice Next Generation Markets (NEXGEN) index, qui est un sous-ensemble de l’indice Emerging Markets Bond index (EMBI) de JP Morgan.

des sources de financement sur le marché des euro-bonds s'est terminée début 2024 avec les émissions réussies de la Côte d'Ivoire et du Bénin.

De plus, les défauts de paiement font planer le risque d'une contagion aux autres pays africains, les investisseurs pouvant avoir tendance à considérer tous les titres africains comme une classe d'actifs spécifique. C'est du moins ce qui avait été observé en Amérique latine au siècle dernier, mais qui a pris fin avec la crise d'endettement de l'Argentine en 2001. Toutefois, l'effet de contagion que l'on pouvait redouter après les défauts de la Zambie et du Ghana ne s'est pas matérialisé. Comme le montre le Graphique 2, le défaut zambien n'a entraîné qu'une très faible réaction des marchés puisque juste après son défaut d'octobre 2020, les spreads africains ont poursuivi leur évolution à la baisse.

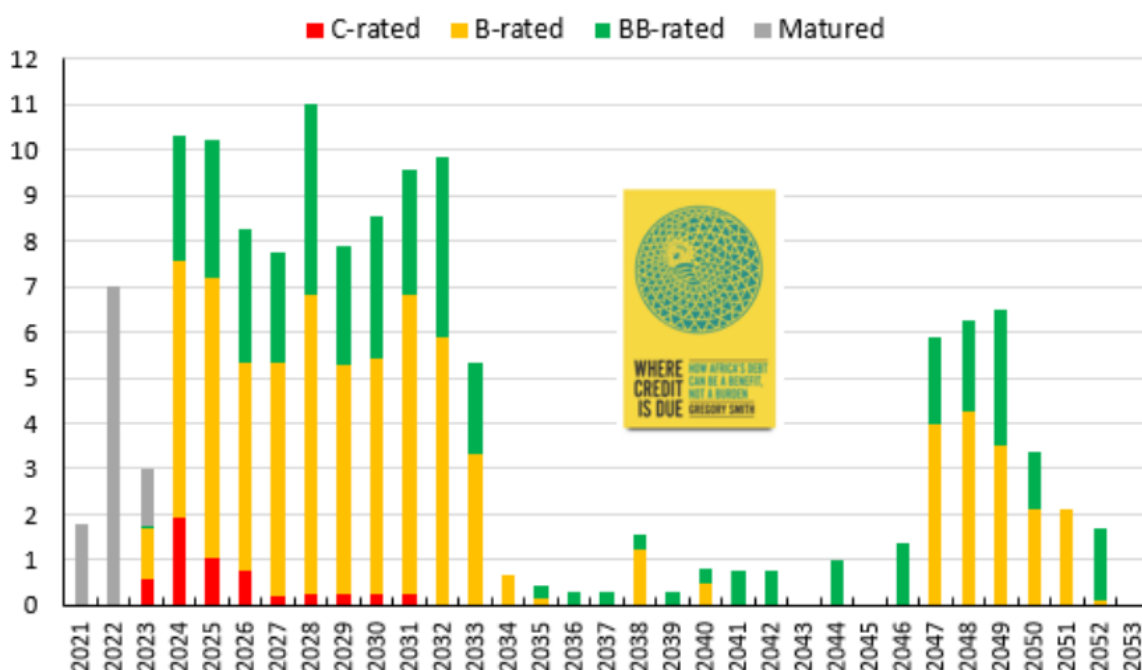
Ces emprunts, avec leurs échéances courtes et concentrées ont construit un « mur de la dette », formé de pics de remboursement dans les années récentes et qui viennent. Un mur particulièrement élevé en 2024-2025, car beaucoup d'échéances des eurobonds déjà émis par les pays africains « frontières » tombent ces années-là. Comme on le voit sur le Graphique 4⁹, un mur de remboursements des euro-obligations souveraines africaines se profile à l'horizon 2024 et 2025. Ce mur reste important par rapport à 2023 et à 2022, s'élevant à environ 10 milliards de dollars en 2024 et 2025 (contre 5, en moyenne sur la période 2022-2023). Le mur se réduit un peu en 2026, mais le mur de remboursement, et donc les risques de refinancement, restent élevés sur les dix prochaines années. Si 10 milliards de dollars ne représentent pas grand-chose en termes de marché mondial, leur refinancement dépend de l'état des marchés et, surtout, des pays qui ont besoin de se refinancer. Pour l'Afrique subsaharienne, les pays les plus concernés par le mur de la dette en 2024 seront le Kenya et l'Éthiopie et en 2025 la Namibie, le Nigeria, le Gabon et l'Angola.

Ce « mur » de la dette suscite des inquiétudes légitimes quant au risque de refinancement. Toutefois, les risques sont très concentrés sur certains pays. Il reste donc nécessaire de centrer la discussion au niveau des pays concernés et de se demander si les États qui devront rembourser ces emprunts souverains arrivant à échéance sont susceptibles d'avoir accès au marché ou non.

Dans une certaine mesure, le développement des marchés financiers internes pourrait faciliter le dépassement du problème. Toutefois, ces marchés manquent à l'heure actuelle de profondeur, les montants que les États peuvent se procurer à ce niveau restant limités, ou conditionnés par la politique monétaire des banques centrales africaines. Les assouplissements quantitatifs, alimentent des emprunts excessifs sur le marché intérieur conduisant à l'éviction du secteur privé (du fait d'une pression à la hausse sur les taux d'intérêts) et à la construction d'un mur de la dette en monnaie locale, pour lequel le refinancement peut se tarir en cas de resserrement monétaire (comme se fut récemment le cas en Afrique de l'Ouest). Qui plus est, si le problème principal de remboursement est un manque de devises le recours aux emprunts intérieurs est inefficace.

⁹ Gregory Smith (2023) Emerging Markets Fund Manager M&G Investments, note du 7 mars 2023, <https://www.linkedin.com/pulse/africas-eurobond-wall-revisited-gregory-smith/>

Graphique 4 : Remboursements programmés des eurobonds empruntés par les pays africains (en milliards de dollars)



Source : Gregory Smith, Africa's eurobond wall revisited, 7/3/2023, <https://www.linkedin.com/pulse/africas-eurobond-wall-revisited-gregory-smith/>

4. Franchir le mur...ou pas

Nous chercherons dans cette section à identifier d'abord dans quelle mesure le risque de défaut augmente ou non pour les « pays frontière », avant de présenter les problèmes rencontrés, qui ont conduit au défaut de paiement, sur deux études de cas portant sur la Zambie et le Ghana. Nous analyserons dans la section suivante les difficultés de la restructuration.

4.1. Un risque de défaut accru, mais une gestion plus rigoureuse ?

Nous venons de souligner les risques accrus du fait des difficultés éventuelles de refinancement associées à l'établissement d'un mur de la dette, inhérent au financement de marché (notamment obligataire). Toutefois, une série de travaux avance, en sens contraire, que le fait d'emprunter sur des marchés devrait « discipliner » les gouvernements, les contraindre à une gestion plus rigoureuse de leur dette et surtout de leurs finances publiques pour faire face à ces risques accrus. Ce serait le résultat d'une contrainte financière plus « dure », contrastant avec la contrainte financière considérée comme « molle » lorsque l'endettement s'effectue auprès des institutions internationales à des conditions très douces. Ainsi, Igan et al. (2022), montrent que les investisseurs peuvent catalyser les réformes institutionnelles – alors même qu'inversement, le relâchement de la contrainte budgétaire de

l'Etat a tendance à affaiblir les incitations aux réformes structurelles. Toutefois, d'après ces auteurs, l'amélioration des institutions par la pression des investisseurs internationaux ne semble pas fonctionner pour les pays qui sont loin de la « frontière institutionnelle ».

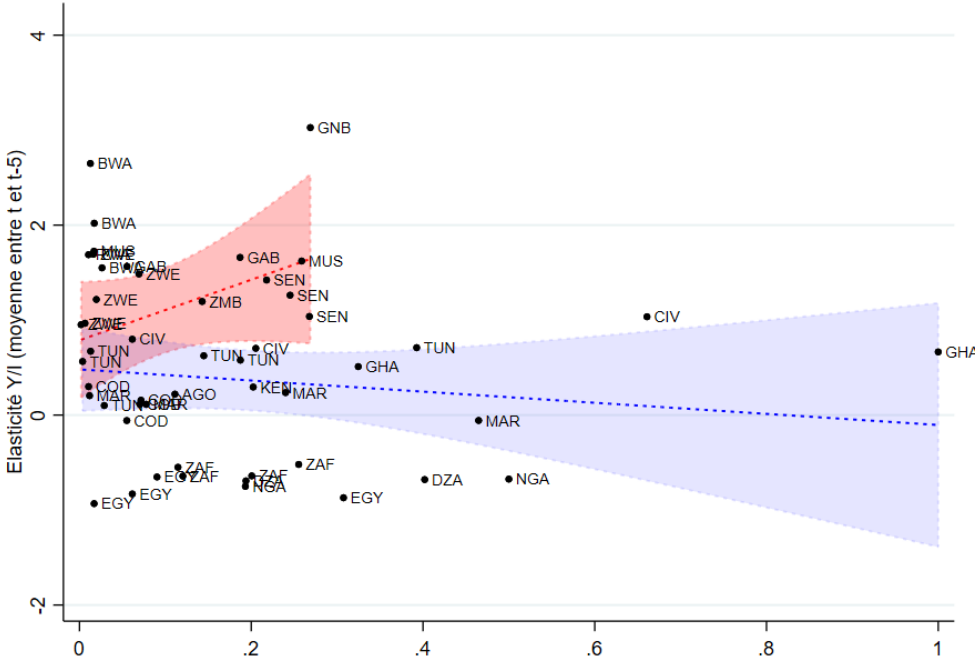
Des problèmes de ce type avaient déjà été rencontrés à l'occasion de la libéralisation financière dans les pays émergents. L'analyse de Artus et Cartapanis (2008) les amenait à conclure que « contrairement à de nombreuses analyses où l'afflux de capitaux garantit une discipline accrue de la politique macroéconomique associée, à terme, à une accélération de la croissance, il apparaît donc que les transferts d'épargne externe peuvent au contraire exacerber les dilemmes macroéconomiques et induire une instabilité dynamique de nature, *in fine*, à provoquer un ajustement et à freiner la croissance. » La situation actuelle des pays africains frontière est différente, car les marchés financiers sont beaucoup moins développés que dans les pays émergents sur lesquels portait l'analyse d'Artus et de Cartapanis. Néanmoins, la gestion de larges entrées de capitaux peut poser de nouveaux problèmes de gestion macroéconomique en termes de taux de change réel et de taux d'intérêt – sans parler bien sûr de la soutenabilité de la dette publique.

Certains États emprunteurs africains « frontière » se sont néanmoins souciés de montrer aux investisseurs internationaux qu'ils allaient effectuer (ou avaient fait) une utilisation judicieuse des sommes empruntées (par exemple la Zambie lors de son émission initiale, et ultérieure, voir plus bas). Une difficulté supplémentaire vient du fait que les émissions d'eurobonds sont des emprunts d'État, et que la relation entre investissement public et investissement privé est controversée, questionnant ainsi l'impact potentiel sur la croissance. Elle a toutefois été trouvée généralement positive par Eden et Kraay (2014).

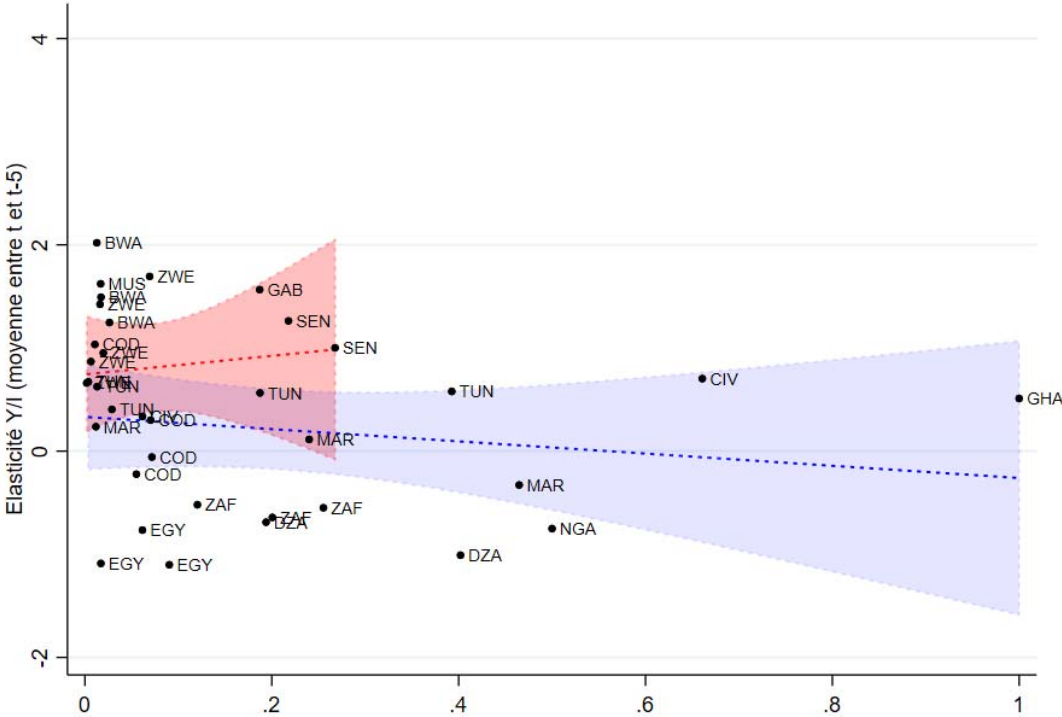
Mais investir ne suffit pas, encore faut-il que ces investissements soient judicieusement choisis, qu'ils se traduisent par des revenus supplémentaires, en particulier pour l'Etat, et que le rendement de ces investissements soit supérieur au taux d'intérêt sur les sommes empruntées. La qualité des investissements, et donc la nature « bonne » ou « utile » de la dette joue un rôle important.

Pour tester la relation entre les émissions de titres et l'impact sur la qualité de l'investissement, nous mettons en relation l'efficacité marginale du capital (l'ICOR, pour incremental capital output ratio) avec les émissions d'obligations sur les marchés financiers internationaux (Graphique 5). Pour une même période de cinq ans, il apparaît que la relation est plutôt négative, une augmentation des emprunts ayant pour conséquence une baisse de l'efficacité marginale du capital. Pour un décalage temporel plus élevé, l'impact est encore plus négatif. Mais ceci n'est pas valable pour tous les pays. La relation semble plutôt positive entre les pays à faible revenu (en rouge dans le Graphique ci-dessous) comme le Sénégal, le Zimbabwe, la République Démocratique du Congo ou le Rwanda, tandis qu'elle apparaît comme inexistante pour les pays à revenus intermédiaire (potentiellement mieux dotés en capital et pour qui une amélioration de l'efficacité marginale du capital est peut-être plus difficile). Cependant ces relations restent fragiles et statistiquement peu significatives.

Graphique 5 : Elasticité Output-Investment et Taux de croissance de la dette publique émise sur les marchés obligataires



a) Taux croissance Dette (T ; T-5)



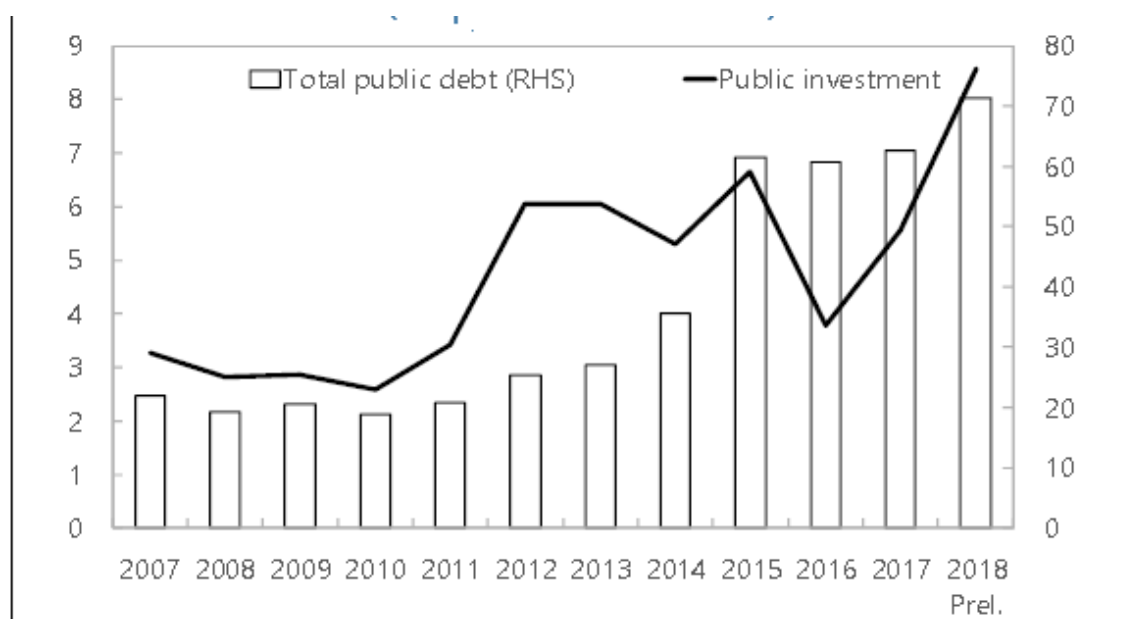
b) Taux croissance Dette (T-5 ; T-10)

Après cette rapide revue des arguments théoriques concernant la relation entre emprunts sur les marchés et risques de défaut, analysons plus en détail deux cas de pays qui n'ont pas réussi à franchir le « mur de la dette » : la Zambie et le Ghana.

4.2. La Zambie et les difficultés à bien investir les ressources empruntées.

La Zambie avait atteint le point d'achèvement de l'initiative PPTE en 2005. Depuis l'état zambien s'est rapidement réendettée. Il a notamment procédé à deux émissions d'Eurobonds en 2012 et 2014. La Zambie s'est également endettée de manière importante vis-à-vis de la Chine, sous de multiples formes, les prêts chinois ayant notamment été utilisés pour la construction d'infrastructures (routes, aéroport, etc.)

Graphique 6 : Zambie, dette publique et investissements publics



Sources : Autorités zambiennes et FMI, Zambie, Rapport au titre de l'article IV, 19/2063,p.4

La Zambie avait pourtant mis en place un plafond sur les dettes publiques extérieures et intérieures. Cependant, pour faire face à des tensions sur les remboursements résultantes de problèmes de liquidité plus que de solvabilité, le gouvernement avait réussi à obtenir le vote par le parlement d'une augmentation très significative des plafonds, ce qui lui permis de lancer une troisième émission d'eurobonds en 2015 (Smith, 2011, pp. 144-160). Mais les ressources de cette émission, contrairement aux précédentes, n'ont pas été investies dans des secteurs porteurs, et au contraire, utilisées pour financer les subventions à l'électricité et aux hydrocarbures dans la perspective des élections de 2016 (voir Graphique 6). Elles furent d'ailleurs abolies un an après. Le gouvernement avait d'ailleurs hésité en 2015 à recourir au FMI, mais y avait finalement renoncé par crainte de devoir revoir à la baisse son plan d'investissement. Après cela, la Zambie n'a pu se refinancer sur le marché, les conditions étant devenues prohibitives. Elle s'est alors lancée dans une série d'emprunts bancaires syndiqués à plus court terme.

La pandémie de Corona virus et une grave sécheresse en 2019 ont par la suite contribué à mettre à mal les finances publiques zambiennes, mais les difficultés croissantes à rembourser la dette furent surtout liées à la dévalorisation de la monnaie nationale (le kwacha) par rapport au dollar, et à l'augmentation des taux d'intérêt. Enfin, l'instabilité du cours du cuivre (qui représentait en 2018 81 % des exportations) rendit la gestion de la dette extérieure malaisée : entre janvier 2018 et mars 2020, les cours du cuivre diminuèrent de 40 %, pour rebondir ensuite de 147 % entre mars 2020 et mai 2021.

Le FMI avait montré que la dette était insoutenable dans son rapport au titre de l'article IV de 2019 (rapport pays 19/263). Ceci s'est matérialisé par un défaut de paiement en octobre 2020, malgré une proposition de la China Development Bank de repousser de six mois les échéances de ses créances et l'appel du gouvernement zambien à la banque Lazard.

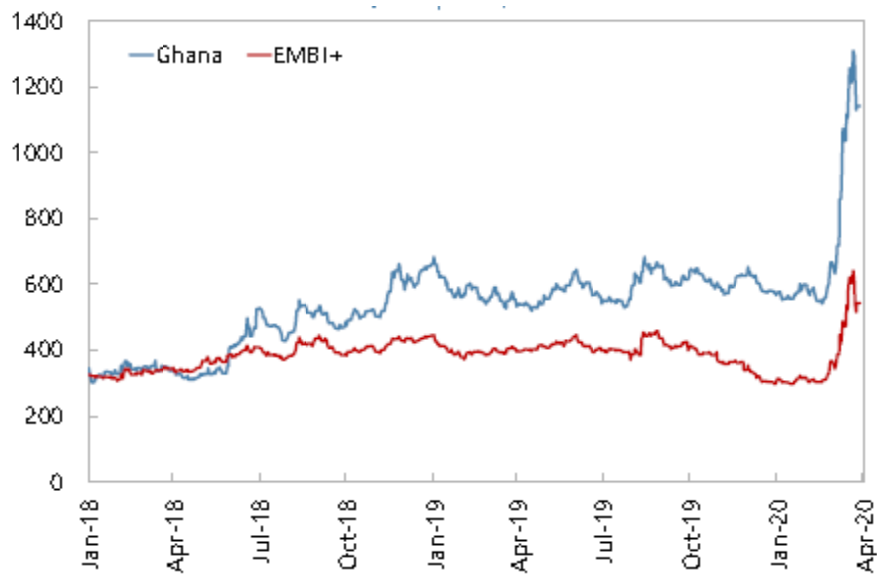
4.3. Le Ghana : de l'hubris à la chute.

La situation du Ghana est différente puisqu'il est un pays pionnier à de nombreux égards. Il avait été le seul pays africain à refuser de bénéficier de la réduction de dette au titre de l'initiative Pays Pauvres Très Endettés (PPTE) – avant qu'un nouveau gouvernement change d'avis et permette au pays de devenir l'un des plus gros bénéficiaires de l'initiative. Après le désendettement, le gouvernement du Ghana avait proclamé sa volonté de ne plus faire appel au FMI, ni à l'aide au développement en général. Il était aussi un pays leader en Afrique continentale en accédant au marché des eurobonds, dès 2007. Il avait ensuite enchaîné les émissions à des conditions de plus en plus favorables, notamment, chaque année de 2013 à 2016, puis en 2018. Toutefois, la dette publique du Ghana reste principalement intérieure (51,4 % en 2020 contre 48,6 % pour la dette extérieure) et les taux d'intérêts sont très élevés sur cette partie de la dette publique (18,3 % contre 5 % pour la dette extérieure en 2020¹⁰).

Malheureusement, le Ghana a dû faire face à plusieurs pics de remboursement au pire moment : accroissement des taux d'intérêt dans les pays du G7, pandémie de COVID 19, guerre en Ukraine (même si l'augmentation des prix du pétrole lui est partiellement favorable). Au premier trimestre 2020, les spreads sur le marché ont brutalement augmenté (voir le Graphique 7, d'une manière générale pour les pays émergents, et de manière disproportionnée pour le Ghana. Le problème du « mur de la dette », qui fragilise les économies, s'est combiné dans le cas du Ghana avec une série de chocs exogènes qui ont rendu la situation intenable.

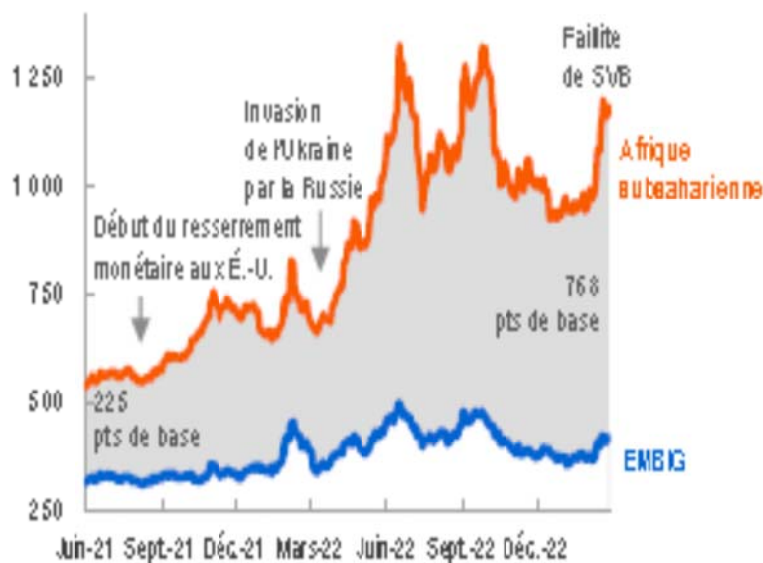
¹⁰ Données du rapport 2021 sur la dette publique du ministère des finances du Ghana pour l'année 2021 (<https://mofep.gov.gh/sites/default/files/reports/economic/2021-Annual-Public-Debt-Report.pdf>).

Graphique 7 : Marges de risque (spread) des obligations du Ghana et l'EMBI+ par rapport aux obligations du Trésor des EU à 10 ans (en points de base)



Source : FMI, rapport pays Ghana 21/165

Graphique 8 : Marges de risque des obligations africaines 2021-2023



Source, Bloomberg, cité par FMI, Perspectives économiques régionales, Afrique, avril 2023. Pays pris en compte : l'Afrique du Sud, l'Angola, la Côte d'Ivoire, l'Éthiopie, le Gabon, le Kenya, le Mozambique, la Namibie, le Nigéria et le Sénégal.

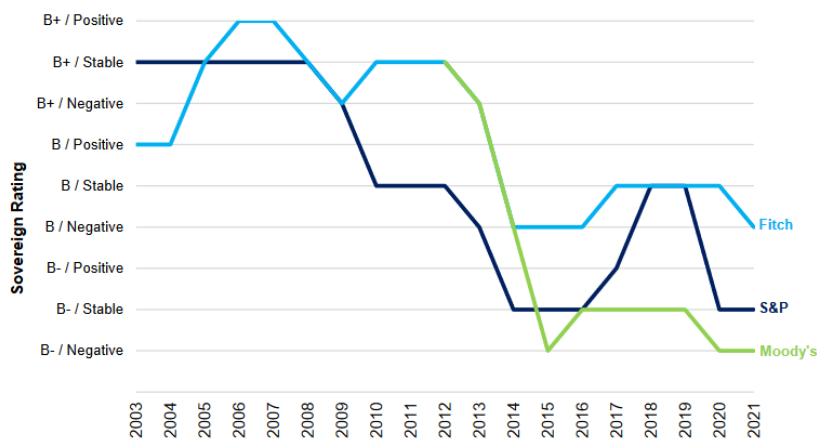
Pourtant, l'analyse de la soutenabilité de la dette du Ghana du 23 juillet 2021 menée par l'AID et le FMI concluait « at high risk of debt distress but remain sustainable » - alors que la plupart des indicateurs dépassaient déjà les seuils considérés comme indiquant l'insoutenabilité de la dette.

Ces mauvaises perspectives ont provoqué la fermeture du marché des capitaux et n'ont laissé d'autre choix au gouvernement ghanéen que de recourir au financement monétaire de ses déficits, avec ses conséquences habituelles : inflation et dévalorisation de la monnaie nationale sur le marché des changes. Le Ghana a quand même émis avec succès en 2021 pour 3 milliards de dollars d'Eurobonds (sursouscrits deux fois), portant à l'émission un taux d'intérêt variant de 7,75 % (7 ans) à 8,875 % (20 ans).

Finalement, le gouvernement du Ghana décida de faire appel au FMI. En décembre 2022 un accord est atteint avec l'équipe du FMI et le 17 mai 2023, le Ghana a officiellement demandé au FMI un financement au titre de la facilité étendue de crédit (un financement concessionnel) de 3 milliards de dollars, décaissé en six tranches sur trois ans.

Malgré cela, le refinancement est de plus en plus compliqué (l'émission pour rembourser le pic de 2023 n'a pas été totalement souscrite) en raison notamment de la baisse de la notation.

Graphique 9 : Évolution des notations souveraines du Ghana (2003-2021)



Source : Ghana, ministère des Finances

5. La restructuration des dettes publiques : modalités et coûts.

Si le mur n'est pas franchi, le processus de renégociation est complexe et il n'existe pas encore de procédure fonctionnant rapidement et efficacement, capable d'assurer un partage du fardeau équitable entre les créanciers et de permettre au pays surendetté d'éviter une récession. Le Club de Paris est devenu largement inefficace, notamment en raison du poids de la Chine parmi les créanciers des Etats endettés.

Nous examinerons dans cette section les modalités de la restructuration des dettes souveraines, rendues plus complexes par la multiplicité des créanciers, leurs avantages et leurs coûts. Nous chercherons d'abord à tirer quelques leçons des défauts passés, avant le présenter la façon dont les problèmes de surendettement ont été traités dans les deux exemples du Ghana et de la Zambie.

5.1. Que nous apprennent les défauts passés, du point de vue des emprunteurs ?

Les défauts passés sont très nombreux, et ils ont fait l'objet de multiples études, mais surtout du point de vue des créanciers.

L'Argentine constitue un cas emblématique. En 2001, le défaut avait débouché sur un échange « volontaire » par lequel les porteurs d'obligations argentines acceptaient d'échanger leurs titres en perdant au passage 75 % de la valeur de leurs créances (pour ceux qui avaient acheté les créances au pair, ce qui n'était pas le cas général) – et avec une clause de retour à bonne fortune indexée sur la croissance du PIB) (Sgard, 2005). Sgard note l'affaiblissement (pour user d'un euphémisme) du rôle du FMI qui avait été incapable d'imposer un ensemble de règles faisant consensus dans le secteur privé, notamment parce qu'il ne pouvait être crédible en termes de conditionnalité pour assurer que l'Argentine suivrait bien la politique souhaitée par les créanciers.

Cet échange n'avait toutefois pas été accepté par l'ensemble des porteurs d'obligations. La poursuite par un fonds vautour a débouché en 2012 sur un procès perdu par l'Etat argentin, par lequel le juge a interdit à l'Argentine de rembourser les créanciers qui avaient accepté l'échange tant que le fonds vautour n'était pas remboursé aux conditions contractuelles. Ce dernier point n'était contraignant pour l'Argentine que parce que l'essentiel de ces remboursements se faisait en dollars, passant par des banques des Etats-Unis pour qui le jugement était contraignant (Sgard, 2019). C'est pourquoi il est important de se pencher sur les modalités de la dette africaine. En quelle devise est-elle contractée ? Quelles sont les conditions contractuelles ? Comportent-elles des clauses d'action collectives (CAC) ou non ?

Une différence majeure avec le cas argentin est que les pays africains actuels sont largement endettés par rapport au FMI et aux banques de développement multilatérales, telles que la Banque mondiale et la Banque Africaine de Développement (BAD). Ces institutions ont un statut de créancier prioritaire, ce qui signifie qu'ils doivent être remboursés avant tous les autres, même si les autres ne sont pas remboursés. La sanction, dans le cas du FMI est un arrêt total des relations tant que le remboursement n'a pas eu lieu. Un tel défaut s'est néanmoins produit dans le passé, notamment dans le cas de la RDC. La résolution du problème s'est faite grâce à un prêt ponctuel de l'AFD qui a permis de rembourser le FMI, qui a accordé dans la foulée un nouveau prêt permettant de rembourser l'AFD. Comme on le voit, une sanction dure peut ainsi, dans le cas des pays les plus pauvres, se transformer en fait en une contrainte financière molle, du fait du risque de réputation que craignent les prêteurs publics dans ce genre de situation. Mais la situation est rendue encore plus complexe par le fait que les banques de développement (et le FMI en est devenue une *de facto* depuis 1986) ont en même temps un objectif d'aider au développement des pays à qui elles prêtent.

Le coût des restructurations avec réduction de la valeur faciale (*haircuts*) a été étudié par Cruces et Trebesh (2011), qui s'interrogent sur le faible coût apparent des défauts relevé par la plupart des travaux précédents. Ils analysent en particulier le coût en termes d'augmentation des taux d'intérêt (*spreads*) après le défaut et en termes d'exclusion de l'accès au marché. Bizarrement en effet, la plupart des travaux précédents avaient montré que les

défauts de paiement n'avaient pas vraiment d'incidence sur l'accès au marché des capitaux (en particulier Gelos et al. 2011) et sur le taux d'intérêt. Cruces et Trebesh montrent au contraire que le coût des défauts, sur leur échantillon de 68 pays, est bien plus élevé qu'il n'était généralement supposé. Pour le haircut « moyen » (37 %), les États paieraient un « sur-spread » (par rapport aux pays qui n'ont pas restructuré leur dette) de 50 points de base entre 2 et 7 ans après le défaut – et les États auraient encore 30 % de chance d'être exclus des marchés financiers 10 ans après le défaut.

Toutefois, le cas des pays à faible revenu n'est pas spécifiquement étudié par Cruces et Trebesh¹¹, bien que leur financement extérieur soit très spécifique. Il se compose de prêts de marché (avec des spreads plus élevés toutes choses égales par ailleurs pour les pays africains), mais aussi de prêts concessionnels et de dons. En cas de défaut, une augmentation de ces deux derniers types de financement pourrait contrebalancer l'augmentation des taux d'intérêt sur la partie du financement extérieur empruntée sur les marchés financiers. Dans le passé, cette part était souvent minime et restructurée dans le cadre d'initiatives plus larges de réduction de dettes. L'analyse de la pénalité que les marchés auraient pu infliger aux États qui ont bénéficié des réductions de dette (Ferry et al. 2021) montre que les pays africains bénéficiaires des réductions de dette ont vu leur accès au marché financier international s'accroître au lendemain de ces initiatives, les créanciers privés voyant davantage dans les réductions de dette l'accroissement de la capacité de remboursement, plutôt qu'une mauvaise gestion de la dette.

5.2. Les traitements récents du surendettement

En cas de défaut souverain, un État peut faire face à différentes sortes de coût : tarissement des sources de financement, pénalités ou encore attaques juridiques, comme dans le cas de l'Argentine. Le dosage de toutes ces mesures dépend du statut des créanciers. Le principe général de la comparabilité de traitement entre créanciers, qui est à la base des règlements en Club de Paris se complique singulièrement du fait de l'augmentation de la part des créanciers privés. Ceux-ci, par exemple, ont refusé de participer à l'Initiative de Suspension du Service de la Dette (ISSD, 2020) destinée à alléger temporairement la charge de la dette des pays pauvres pour faire face à la pandémie de Covid 19.

5.3. La restructuration de la dette du Ghana

Le 19 décembre 2022, le gouvernement du Ghana a annoncé une suspension des paiements sur certaines dettes extérieures. L'annonce indique que la suspension comprendra les paiements sur les euro-obligations, les prêts à terme commerciaux et la plupart des dettes bilatérales, à l'exclusion des paiements sur la dette multilatérale, la nouvelle dette contractée après le 19 décembre 2022 et la dette liée aux facilités commerciales à court terme. Avant même cette annonce, les rendements à la maturité avaient déjà atteint des niveaux records sur les marchés internationaux. Le gouvernement a lancé un plan de restructuration de ses obligations locales. Les obligations locales étaient éligibles à l'échange de dette domestique

¹¹ La liste des pays n'est pas fournie, apparemment une demi-douzaine de pays africains seulement sont pris en compte.

annoncé par le gouvernement le 14 février 2023, avec une participation d'environ 85 % des détenteurs d'obligations éligibles. Les autorités n'ont pas précisé quand le paiement sera effectué aux détenteurs qui ont choisi de ne pas participer à l'échange de la dette intérieure ou qui ne sont pas été éligibles à l'échange de la dette.

La restructuration de la dette publique enclenchée par le gouvernement du Ghana porte aussi bien sur la dette extérieure que sur la dette intérieure. Elle sera bien compliquée étant donné la multiplicité des créanciers, et, surtout, leur différence de statut et d'objectifs. Le tableau ci-dessous présente les grandes catégories de créanciers (ICM pour International Capital Market).

Tableau 2 : Ghana, dette extérieure par catégorie de créateur (2020 et 2021)

Créanciers	2020		2021 (provisoire)	
	Millions de USD	%	Millions de USD	%
Dette extérieure	24 716	100	28 339	100
Dette commerciale	12 631	51,1	16 235	57,3
<i>Dont ICM (marché des capitaux international)</i>	<i>10 215</i>	<i>41,3</i>	<i>13 120</i>	<i>46,3</i>
Multilatéral	8 280	33,5	8 192	28,9
Bilatéral	1 297	5,2	1 336	4,7
Crédits exports	966	3,9	981	3,5
Autres concessionnel	1 542	6,2	1 595	5,6
Dette intérieure	26 117		30 301	
Dette publique totale	50 832		58 640	

Source : Ghana, ministère des finances (Rep. Of Ghana, The annual public debt report for the 2021 Financial Year, www.mofep.gov.gh)

La dette intérieure est détenue principalement par le secteur bancaire (50,2 % fin 2021), banque centrale incluse (20 %). Le gouvernement a déclaré qu'il recherchait une égalité de traitement entre tous ses créanciers, intérieurs comme extérieurs.

En décembre 2022, l'Etat a obtenu un accord avec le FMI portant sur un prêt de 3 milliards de dollars étalés sur trois ans, conditionné par un retour à la soutenabilité de sa dette. Dans ce cadre, il a procédé un swap sur 4 milliards de dollars de la dette intérieure, échangeant les titres contre de nouvelles obligations avec des maturités plus longues et des taux d'intérêt moins élevés. Un problème pour les banques dont certaines détiennent plus de 50 % de leurs actifs en obligations d'État.

La dette bilatérale du Ghana devrait faire l'objet d'une restructuration dans le cadre du Common Framework (G20) en novembre 2023, un accord technique ayant été obtenu en octobre 2023¹². Cet accord devrait porter sur 20 milliards de dollars environ et ouvrir la voie à un nouveau prêt du FMI de 3 milliards de dollars.

¹² <https://www.reuters.com/world/africa/imf-hopes-ghana-will-reach-debt-deal-6-8-weeks-2023-10-13/>

5.4. La restructuration de la dette de la Zambie

La Zambie avait été l'un des bénéficiaires de l'ISSD de mai 2020 au 31 décembre 2021. Malgré cela, en octobre 2020, la Zambie a été le premier pays africain à déclarer une suspension des paiements sur toutes ses dettes, sauf les dettes multilatérales et « préférentielles ». La Zambie avait proposé un plan de restructuration de ses euro-obligations, qui avait été rejeté par les investisseurs internationaux. Toutes les obligations de la Zambie ont actuellement le statut de junk bonds (obligations « pourries »).

À la suite de ce défaut, un processus de restructuration de la dette zambienne a été lancé. Il aura fallu deux ans pour aboutir à un accord avec les créanciers. La secrétaire d'État au Trésor, Janet Yellen, a blâmé publiquement la Chine pour ralentir la négociation. C'est pourquoi un nouveau cadre a été créé, le Common Framework. Malheureusement, ce cadre ne s'est pas avéré très efficace, car il a fallu longtemps pour aboutir à un accord. C'est un problème général des renégociations impliquant un grand nombre de créanciers que l'accord ne peut être obtenu que lorsque le créancier le plus lent l'a accepté.

Comme pour le Ghana, le principal problème pour obtenir un accord des créanciers est la multiplicité des créanciers. De plus, la catégorie dans laquelle il faut ranger certains crédits chinois n'est pas toujours très clair. C'est ce qui explique par exemple que l'analyse de la viabilité de la dette menée par l'AID et le FMI en 2021 considérait que la dette multilatérale s'élevait à 8 milliards de dollars. Ce montant a été ultérieurement réduit à 6,3 milliards de dollars, le reste étant reclassé en dette privée.

Même si les bilatéraux restent les principaux créanciers, pratiquement la moitié de la dette était détenue par le secteur privé (commerciaux et eurobonds), comme le montre le Tableau 3.

Tableau 3 : Dette publique de la Zambie, 2021-2022

Créanciers	Fin 2021*		Fin 2022*		Fin 2022**	
Dette extérieure (milliards USD)	13,0	100,0%	13,3	100,0%	18,3	100,0%
Multilatéraux	2,4	18,5%	2,6	19,5%	3,6	19,7%
Bilatéraux	4,0	30,8%	3,9	29,3%	6,3	34,4%
Plurilatéraux	0,8	6,2%	0,8	6,0%		0,0%
Commerciaux	2,9	22,3%	2,9	21,8%	3,2	17,5%
Eurobonds	3,0	23,1%	3,0	22,6%	3,5	19,1%
..Autres (arriérés, etc.)					1,7	9,3%
Dette intérieure (milliards USD)	11,5		11,2		15,0	
Obligations	9,9		8,7		9,4	
Bons du Trésor	2,1		2,1		2,2	

Sources : *Ministère des Finances de Zambie, Public Debt summary end 2021 & end 2022. ** FMI, IMF Country Report No. 23/256.

Note : la dette intérieure est composée aussi d'autres éléments, notamment les arriérés de paiement intérieurs, évalués à 3,4 milliards de dollars fin 2022.

Le premier problème rencontré était de déterminer précisément l'encours de la dette. Le président Hichilema, élu en août 2021, déclara : « Maintenant que nous sommes au pouvoir, nous commençons à voir que les chiffres de la dette ne correspondent pas vraiment aux chiffres officiels » (cité par Julien Bouissou, *Le Monde* daté du 29/9/2021). C'est ce qu'illustre le Tableau 3, les deux dernières colonnes détaillant d'une part les données fournies par le ministère des Finances et d'autre part les données rectifiées par le FMI. Comme on peut le voir, la différence n'est nullement négligeable, elle porte sur 38 % de la dette initialement recensée.

Parmi les créanciers bilatéraux, la Chine est le premier créancier avec 4,1 milliards de dollars, en grande partie détenue par l'Export-Import Bank, très réticente à restructurer ses créances, et encore plus à accorder une réduction de dette. C'est pourquoi un traitement de la dette en Club de Paris aurait été insuffisant, la Chine n'en étant pas membre. Les créanciers publics ont été organisés en un Official Credit Committee (OCC), coordonné par la Chine et la France, l'Afrique du Sud étant coordonnateur adjoint. L'OCC s'est réuni pour la première fois en juin 2022.

L'Etat zambien a obtenu un accord de ses créanciers publics sur une restructuration de 6,3 milliards de dollars de sa dette en juin 2023 (formalisé en octobre 2023, mais qui doit encore être ratifié par chaque État créancier). Cet accord porte sur un rééchelonnement du service de sa dette sur 20 ans, avec une période de grâce (paiement des intérêts, pas du capital) de trois ans. Les maturités sont étendues de plus de 12 ans, et les taux d'intérêt seront de 1 % durant les 14 prochaines années et de 2,5 % après¹³. La Zambie paiera environ 750 millions de dollars dans les 10 prochaines années, sur les 6 milliards dus avant l'accord. Ce dernier comprend également un mécanisme d'adaptation (clause de retour à bonne fortune) : en cas d'augmentation de la capacité à supporter la dette (« debt carrying capacity », un indice proposé par l'AID et le FMI), le calendrier de remboursement pourra être raccourci et les taux d'intérêt augmentés. Présentée ainsi, cette clause paraît curieuse, puisqu'elle n'incite pas l'Etat zambien à améliorer sa gouvernance (une des composantes de la debt carrying capacity).

Le secteur privé, détenteur de 6,8 milliards de créances en 2023, quant à lui s'est engagé à accorder des conditions analogues, mais souhaiterait disposer d'un menu d'options. Jusqu'à ce qu'un accord soit trouvé, le gouvernement zambien s'est engagé à ne pas rembourser cette dette. La Zambie doit encore faire face aux échéances de trois émissions d'obligations (2022, 2024 et 2027), qui sont cotées sur les marchés entre 51 et 56 % de leur valeur faciale. Des discussions ont commencé en octobre 2023 avec les porteurs des 3 milliards de dollars d'obligations. Amia Capital, Amundi, BlueBay Asset Management, Farallon Capital Management and Greylock Capital font partie du comité de pilotage (*steering committee*) du

¹³<https://www.reuters.com/world/africa/zambia-bilateral-creditors-agreed-debt-rework-memorandum-understanding-finance-2023-10-14/>

groupe de créanciers qui détient approximativement 45 % des obligations émises au niveau international¹⁴.

Enfin, l'accord a permis le déblocage de 188 millions de dollars de la part du FMI. Et ouvre la voie à un nouvel accord portant sur 3 milliards de dollars (décaissés en 3 ans).

6. Conclusion : complexité du problème et difficulté d'identifier des pistes de solutions

Le paysage de l'endettement des pays africains a bien changé depuis le début des années 2000. Une douzaine de pays à faible revenu d'Afrique sub-saharienne s'est lancée dans des émissions d'obligations sur les marchés financiers internationaux, mais leur accès à ce marché reste précaire. C'est pourquoi l'on parle de pays « frontière ». Malgré leur accès à des financements de marché, leur structure économique n'a pas vraiment changé, elle reste dominée par l'exploitation de quelques matières premières.

Ces emprunts sur les marchés font peser des risques importants sur la soutenabilité de la dette (risque de taux, risque de change, risque de refinancement). En effet, il est souvent nécessaire de pouvoir réemprunter pour rembourser, compte tenu de l'importance des sommes en jeu. Conserver l'accès aux marchés devient donc crucial. Les emprunts déjà contractés se traduiront par un « mur de la dette » : des remboursements très élevés en 2024 et 2025. Déjà, deux pays africains importants s'y sont cassé les dents, et ont fait défaut : le Ghana et la Zambie. Le traitement de leur dette a été lent et laborieux, en grande partie du fait de la diversité des créanciers, rendant obsolète les anciens mécanismes du Club de Paris. Le Common Framework du G20, mis en œuvre pour la Zambie, n'a, quant à lui, pas démontré sa capacité à permettre une résolution rapide des problèmes de manière satisfaisante pour toutes les parties prenantes.

Pour faire face aux défis que pose la nouvelle configuration de l'endettement public et extérieur pour les pays « frontière », un certain nombre de questions devra être abordé, dont nous présentons ci-dessous les plus importantes à nos yeux, en distinguant les mesures préventives de celles destinées à traiter plus efficacement la restructuration de la dette.

En termes de prévention / mitigation :

- Le cadre de viabilité de la dette (CVD) AID-FMI devrait être revu, afin de mieux tenir compte de la flexibilité des pays, de la capacité des États à modifier leurs politiques pour faire face à un endettement croissant au lieu de reposer sur une « debt carrying capacity » dotée d'une forte inertie
- La réforme des institutions de financement du développement devrait tendre, a minima, à éliminer le risque de change (péché originel) en accordant des prêts dans d'autres devises que le dollar, surtout si les monnaies des pays emprunteurs sont liées à une autre monnaie (comme le font certains pays pour les émissions d'eurobonds),

¹⁴ <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/zambia-bondholders-kick-off-formal-talks-3-billion-debt-restructuring-sources-2023-10-06/>

- La mise en place d'un Filet de Sécurité financière africain (Pinto Moreira 2023) pourrait renforcer les mécanismes existants d'identification des dérives et de mise à disposition rapide de financements d'urgence.
- Les bailleurs de fonds devraient mettre en place des prêts dotés de modalités de remboursement plus souples qu'actuellement, comme l'avait fait l'AFD dans le cas de prêts au Burkina Faso (indexation du service de la dette sur le cours du coton). Au cours des années, de multiples propositions ont été faites, qui devraient être réévaluées (par exemple l'Universal Debt Rollover Option with a Penalty (UDROP) de Buitert et Sibert (1999).
- Les émissions sur les marchés devraient être assorties de clauses d'action collectives (CAC) pour faciliter le retraitement de la dette. Cela ne vaut que pour la même émission, mais peut faciliter la résolution des problèmes.

En termes de sortie de crise :

- La tentative la plus audacieuse pour définir un cadre global de résolution des crises était l'initiative du FMI en 2001 de proposer un mécanisme de restructuration des dettes souveraines (MRDS). Cette tentative n'ayant pas abouti, les efforts porteront sur le Common Framework lancé par le G20, qui devra constituer une sorte de jurisprudence à partir des expériences (notamment celle de la Zambie) pour accélérer et rendre plus automatique le retraitement des dettes en cas de menace de défaut.
- L'effort à ce niveau devrait comprendre une réflexion sur le principe du « partage du fardeau » entre créanciers (*i.e.* la clause de comparabilité de traitement). Le problème principal est l'implication du secteur privé, qui se fait difficilement comme l'a montré la non-participation de ce secteur à l'Initiative de suspension du service de la dette (ISSD). Pourtant, un modèle construit par Artus (2001) avait montré qu'en cas de défaut les taux de réduction de la dette vis-à-vis du secteur privé et de la dette vis-à-vis du secteur public devaient être identiques, tant que cela ne conduit pas à la faillite des banques prêteuses. De plus, les spreads élevés dont bénéficient les créanciers privés devraient conduire à considérer que le risque de défaut est déjà pris en compte en ce qui concerne leurs créances, sans quoi la prime de risque n'aurait pas lieu d'exister.
- De l'autre côté du spectre des créanciers, on peut se demander s'il est sain que des organismes publics de financement du développement se retrouvent du côté des créanciers lors des négociations – et avec un statut de créancier prioritaire. Une meilleure distinction entre le financement du développement, à effectuer sous forme de dons, et le financement de marché, à effectuer sous forme de prêts, clarifierait la situation. Cela ne résoudrait cependant pas le problème précédent, qui consiste à utiliser de l'argent public (sous forme de dons ou de prêts concessionnels) pour assurer le remboursement du secteur privé à des conditions de marché.

Références

Artus, P. (2001), « Which is the Best Debt Relief Policy For Emerging Markets ? », *Revue économique*, 52(2), p. 303-317.

Artus, P., Cartapanis, A. (2008). Globalisation financière et croissance dans les économies émergentes : La sous-estimation des contraintes macroéconomiques induites. *Revue économique*, 59, 1145-1158.

Buiter W. H., Silbert A. C. (1999), “UDROP: A contribution to the new international financial architecture”, *International Finance*, 2(2), p. 227-247.

Calvo, G. A. (1998), “Capital flows and capital-market crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, 1:1, 35-54

Cruces, J. J, Trebesch Ch (2011), “Sovereign Defaults: The Price of Haircuts,” CESifo Working Paper and CIF Working Paper.

Eden, M., Kraay, A., (2014) “Crowding In’ And the Returns to Government Investment in Low-Income Countries”. World Bank Policy Research Working Paper No. 6781.

Ferry, M., Raffinot, M., Venet B., (2021). « Does debt relief "irrestistibly attract banks as honey attract bees"? Evidence from low-income countries' debt relief programs.” *International Review of Law & Economics*

Gelos, G. R, Sahay R., Sandleris G. (2011), "Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?", *Journal of International Economics*, 83(2):243-254.

Igan D., Lauwers A.R., Puy D., (2022), "Capital flows and institutions," BIS Working Papers 994, Bank for International Settlements.

Kemoe L., Mohou Mama M., Mighri H. Quayyum S. (2023) “African currencies are under pressure amid higher for longer US interest rates”, *IMF Blog* 15/05/2023.

Olabisi M., Stein H. (2015), Sovereign bond issues: Do African countries pay more to borrow? *Journal of African Trade*, 2015, 2, p.87–109.

Pinto Moreira, E. (2023), “Public Debt and financial stability in Africa. Prolegomena for setting-up a regional financial safety-net for the continent”, *Revue Française d’Economie*, volume XXXVIII. p. 221-258.

Presbitero A. F., Ghura D., Adedeji O. S., Njie L., (2016) “Sovereign bonds in developing countries: Drivers of issuance and spreads”, *Review of Development Finance*, Volume 6, Issue 1, 2016, Pages 1-15.

Raffinot M., Ferry M., Sène B. (2021), « Le financement du développement à l’épreuve du Covid-19 », *L’économie politique*, mai-juillet, 93-100.

Raffinot M., Ferry M. et Donnat G. (2021), « La montée des émissions obligataires internationales des pays africains à faible revenu : une surprise rationnelle ? », Chapitre 12 in Eboué C. (sous la direction de) (2021), *Finance, Banque, Microfinance. Où va la richesse créée ?* Larcier, coll. Cahiers Financiers.

Sgard, J., (2005), *La dette argentine et le déclin du FMI*, Lettre du CEPII n°241.

Sgard J., (2019), Global market for sovereign debt: Argentina v. NML Capital Ltd, Measuring the strength of contract against sovereign immunity. Horatia Muir Watt; Lucia Bíziková; Agatha Brandão de Oliveira; Diego Fernandez Arroyo (eds). *Global Private International Law: Adjudication without frontiers*, Edward Elgar Publishing, pp.256 - 262, 2019, 9781788119221. hal-03594235

Smith G. (2021), *Where Credit is Due, How Africa's debt can be a benefit, not a burden*, Hurst & Company.

Annexe

Pays africains à faible revenu et revenu moyen de la tranche inférieure classés par leur niveau de risque (évaluations FMI suivant la méthodologie standard du CVD 2018)¹⁵. L'ordre de présentation est l'ordre alphabétique.

Risque moyen	Risque élevé	Arrêt des remboursements
Bénin	Burundi	Congo Rep.
Burkina Faso	Cameroun	Ghana
Cap Vert	Centre Africaine (république)	Malawi
RD Congo	Tchad	Mozambique
Côte d'Ivoire	Comores	Sao Tomé
Guinée	Djibouti	Somalie
Lesotho	Éthiopie	Soudan
Madagascar	Gambie	Zambie
Mali	Guinée Bissau	Zimbabwe
Mauritanie	Kenya	
Niger	Sierra Leone	
Rwanda	Soudan Sud	
Sénégal		
Tanzanie		
Togo		
Ouganda		

Source : FMI, DSA list 2023

En grisé : pays « frontière » ayant emprunté au moins une fois sur les marchés

¹⁵ Note : il n'y a plus de pays présentant un risque faible