



Note d'information  
du PNUD  
**RÉDUIRE LE  
COÛT DES  
EMPRUNTS EN  
AFRIQUE**

Le rôle des notations  
souveraines



Bureau régional pour l'Afrique

Avril 2023



# TABLE DES MATIÈRES

1. Le financement du développement a évolué au-delà de l'aide	3
2. Le coût du financement	4
3. Les idiosyncrasies des notations de crédits souverains	6
4. Implications sur le Développement	10
5. Ce qui peut être fait	12

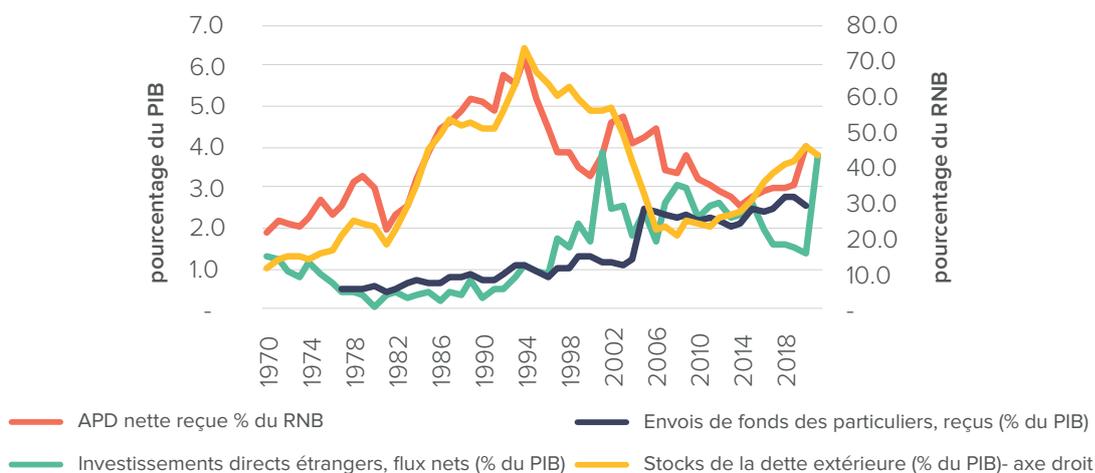


# 1. Le financement du développement a évolué au-delà de l'aide

Le paysage du financement du développement en Afrique a changé depuis les années 1970, lorsqu'il était dominé par l'aide publique au développement (APD). Si l'APD joue toujours un rôle important dans le soutien au développement, d'autres

sources de financement - notamment l'investissement direct étranger (IDE), les envois de fonds et les emprunts sur les marchés financiers internationaux - ont augmenté leur contribution au financement du développement en Afrique.

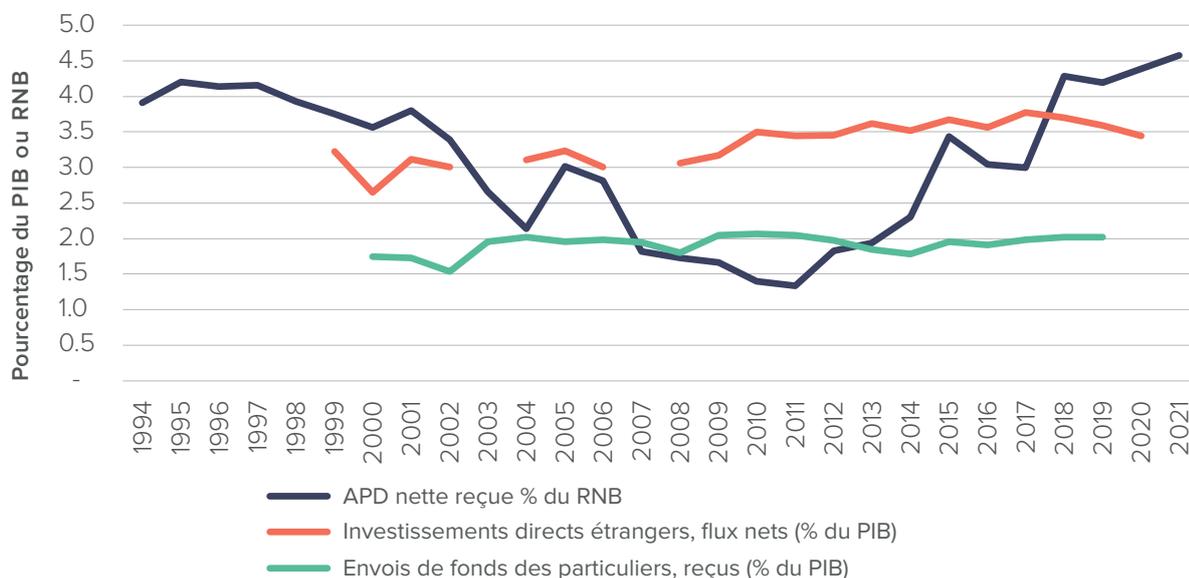
**Figure 1: Flux financiers annuels vers l'Afrique**



La dette extérieure, en particulier, induit un coût sous la forme de paiements d'intérêts que les pays doivent effectuer sur le montant emprunté. Ce coût, ajouté à la dette elle-même, fait peser une

charge supplémentaire sur les finances des pays, réduisant les ressources disponibles pour le développement et entraînant souvent un surendettement.

**Figure 2: Service de la dette et dépenses sociales**



## 2. Le coût du financement

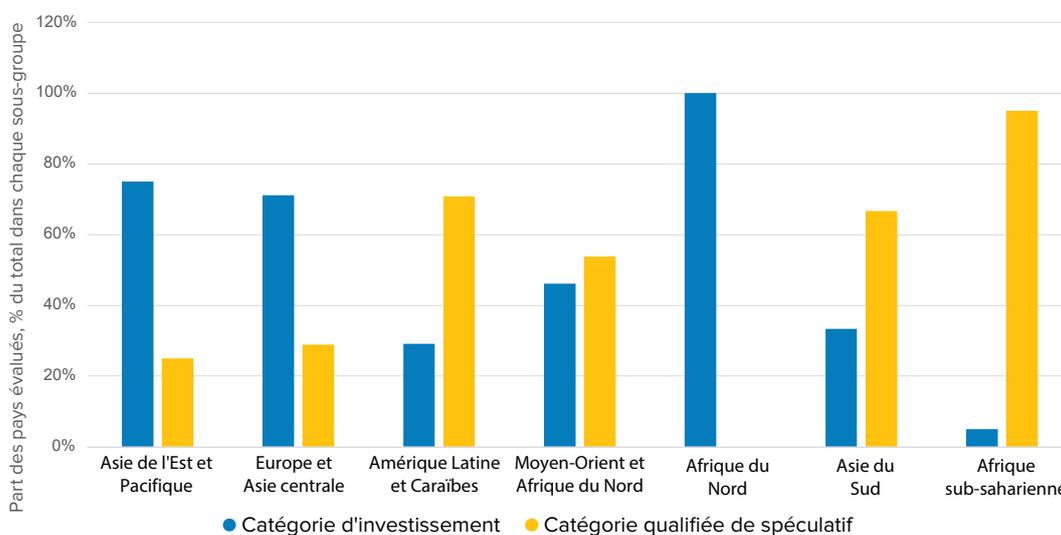
Le coût du financement pour n'importe quel emprunteur est déterminé par son risque de crédit, qu'il soit réel ou perçu (ainsi que par la probabilité de défaillance). Pour les emprunteurs souverains, ce risque est déterminé par trois agences mondiales : Standard and Poor's (S&P), Moody's et Fitch. Ces notations servent à informer les investisseurs sur le profil de risque des emprunteurs souverains. Ces notations comblent les asymétries d'information, de sorte que les prêteurs disposent d'informations plus complètes sur les risques potentiels.

Dans la plupart des cas, les investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension et de mutuels de syndicats d'enseignants et autres, sont tenus par la loi de détenir des titres bénéficiant d'une notation de qualité. En outre, la notation de crédit d'un pays sert indirectement de signal aux investisseurs potentiels. Les

notations souveraines servent également de référence pour les notations des entreprises et des entités du secteur public du pays, telles que les organismes régionaux ou municipaux.

En 1994, seule l'Afrique du Sud bénéficiait d'une notation souveraine en Afrique. À partir de 2003, le PNUD s'est associé à S&P et a financé les activités de notation des emprunteurs souverains africains. Le PNUD a également fourni une assistance technique aux pays africains, dans le cadre d'une initiative qui a facilité l'accès au marché pour de nombreux pays. En 2004, 13 pays africains avaient été notés et 32 le seront en 2023. Toutefois, à deux exceptions près (Botswana et Maurice), les notations des économies africaines sont dans la catégorie dite spéculative (non investissement). Il s'agit d'une proportion beaucoup plus importante de pays par rapport à d'autres régions, comme l'illustre la figure 3.

**Figure 3 : Notations souveraines mondiales par S&P**



Cependant, en Afrique, il reste difficile pour les évaluations des risques et les notations de crédit de refléter fidèlement la réalité. Cela est dû en grande partie à la pénurie de données actualisées, et en partie à la nature pionnière de nombreux marchés africains. En outre, les agences de notation ont du mal à trouver des experts ayant une connaissance suffisamment approfondie et régionale. Par conséquent, beaucoup ont mis en doute la

justesse de certaines notations. La littérature sur les notations de crédit met en évidence plusieurs problèmes : un parti pris en faveur du pays d'origine des agences de notation ou de ses alliés économiques<sup>1</sup>, un parti pris contre la plupart des formes d'intervention de l'État<sup>2</sup>, une tendance à la fluctuation des notations en fonction du cycle économique<sup>3</sup>, et un conflit d'intérêt (puisque l'émetteur de l'obligation paie l'agence de notation)<sup>4</sup>.

1. Yalta, A. T. and Yalta, A. Y. 2018. Are credit rating agencies regionally biased? *Economic Systems*, 42(4): 682-694.
2. UNCTAD. 2015. *Trade and Development Report*, 2015. Geneva: United Nations.
3. Fofack, H. 2021. The ruinous price for Africa of pernicious 'perception premiums'. Brookings Africa Growth Initiative. Available online: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2021/10/2110.07\\_Perception-premiums.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2021/10/2110.07_Perception-premiums.pdf)
4. Chirikure, N., Abimbola, O. and G. Chelwa. 2022. How are the 'Big Three' rating agencies impacting African countries? Africa Policy Research Institute (April 19). Available online: <https://afripoli.org/how-are-the-big-three-rating-agencies-impacting-african-countries-54>



.....



**Le coût du  
financement pour  
n'importe quel  
emprunteur est  
déterminé par son  
risque de crédit, qu'il  
soit réel ou perçu**

### 3. Les idiosyncrasies des notations de crédits souverains

Une étude récente du Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD) utilise une approche qui va au-delà des évaluations traditionnelles des notations de crédit et une méthodologie plus conservatrice pour évaluer les notations de crédit en comparant les notations des trois principales agences à un algorithme basé principalement sur les fondamentaux macroéconomiques, minimisant ainsi les données subjectives.<sup>5</sup>

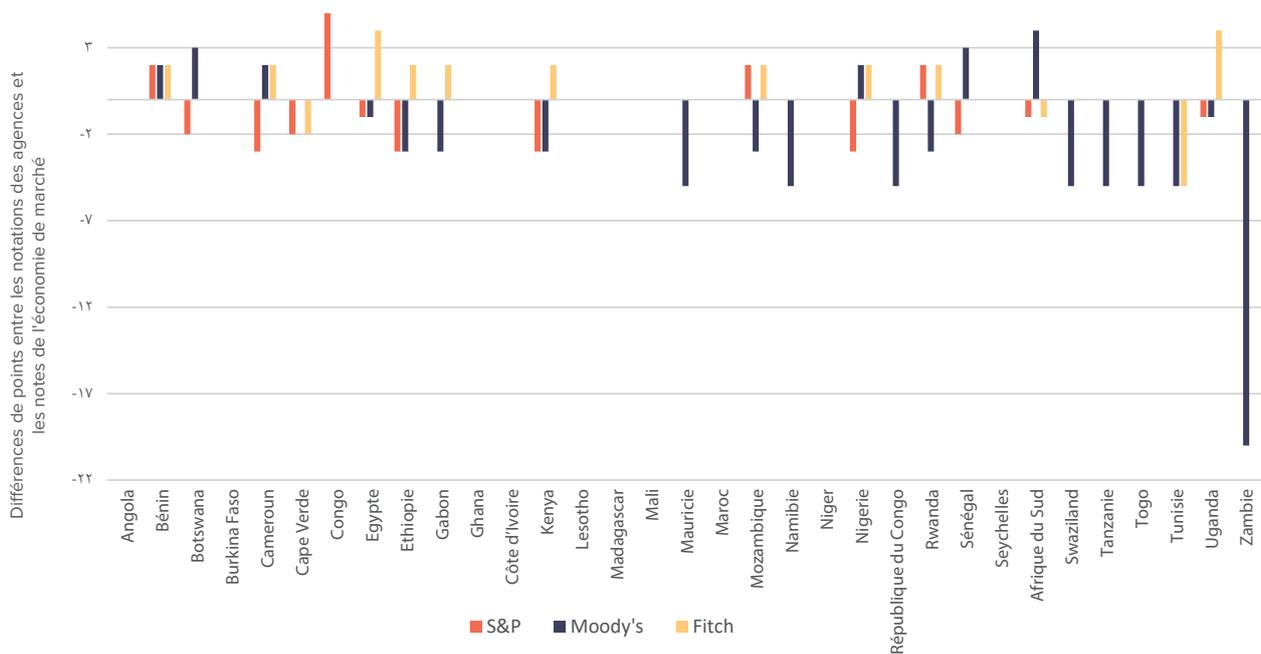
L'analyse révèle des "idiosyncrasies" significatives mais non systématiques, c'est-à-dire des écarts par rapport aux fondamentaux macroéconomiques qui ne sont pas nécessairement dus à un parti pris, à des cycles économiques ou à des conflits d'intérêts. Ces écarts peuvent être attribués à différents niveaux de subjectivité.

La nature aléatoire de ces écarts par rapport aux données économiques sous-jacentes est évidente dans le fait que certains pays africains sont sous-notés par une agence et sur-notés par une autre (voir figure 4). En outre, il existe des notations très différentes d'une ou de plusieurs agences pour des pays se trouvant dans des situations similaires. Ces divergences soulignent l'importance d'inclure les informations les plus complètes et les plus précises dans les notations de crédit. Ces différences ne reflètent pas nécessairement un problème systématique des agences de crédit, mais peuvent être dues à des limitations de données et à des différences de subjectivité.



5. Pour plus de détails sur la méthodologie, voir le document de travail complet à l'adresse suivante [LOWERING THE COST OF BORROWING IN AFRICA - The Role of Sovereign Credit Ratings](https://undp.org/publications/lowering-the-cost-of-borrowing-in-africa) | United Nations Development Programme (undp.org)

**Figure 4 : Différences de points entre les notations traditionnelles et les scores de l'économie de marché**



Sur la base de ces idiosyncrasies, l'étude du PNUD a pu estimer les coûts d'opportunité pour chaque pays. L'étude fournit des résultats pour les obligations souveraines en monnaie nationale pour 13 pays africains, la taille de l'échantillon

étant limitée par la disponibilité des données<sup>6</sup> dans la principale source de données sur les obligations souveraines, à savoir la base de données de l'indice S&P Bond. Les résultats sont présentés dans le tableau 1.



6. Cela est également dû à l'accès limité aux informations sur les passifs éventuels et la décomposition de la dette.

**Tableau 1 : Obligations souveraines en monnaie nationale : Rendement, volume et coûts d'opportunité observés et estimés pour 13 économies africaines**

Pays	Rendement observé à l'échéance	Coupon pondéré au pair, en %.	Valeur de marché de l'encours (en millions de dollars américains)	Échéance moyenne pondérée, en années	Rendement ajusté à l'échéance	Économies d'intérêts (millions de dollars américains)	Coût d'opportunité (millions de dollars américains)
Botswana	6.99	6.20	1,549	7.57	6.22	72	103
Égypte	17.41	13.63	139,597	2.52	16.41	2,757	9,264
Ghana	35.11	19.27	11,393	2.97	33.53	333	756
Kenya	12.93	12.26	32,827	9.83	12.31	1,128	2,178
Mauricie	3.17	3.75	7,163	5.36	2.83	117	475
Maroc	2.31	3.40	68,753	6.73	2.16	641	4,562
Namibie	10.77	9.13	3,013	9.49	10.14	116	200
Nigeria	12.97	13.21	40,600	11.37	12.36	1,454	2,694
Afrique du Sud	10.46	8.56	139,704	12.62	9.77	7,096	9,271
Tanzanie	10.05	12.77	6,737	11.26	9.61	191	447
Tunisie	8.76	6.85	4,987	4.29	8.32	79	331
Uganda	15.72	15.18	6,527	7.73	15.05	193	433
Zambie	22.17	11.55	2,834	4.15	21.34	66	188
					<b>Total</b>	<b>14,243</b>	<b>30,903</b>

Ces chiffres sont des moyennes pour plusieurs obligations par pays et ne correspondent pas aux chiffres d'une obligation individuelle

La principale conclusion tirée de cette analyse est que les pays africains pourraient accéder à 31 milliards de dollars supplémentaires en nouveaux financements pour le crédit souverain si les notations de crédit étaient davantage basées sur les fondamentaux économiques et moins sur des évaluations subjectives. En outre, les 13 pays africains étudiés pourraient économiser près de 14,2 milliards de dollars en coûts d'intérêts totaux (soit l'équivalent de 2,2 milliards de dollars par an).

Si ces sommes sont négligeables pour les grandes sociétés d'investissement, elles sont considérables pour les pays africains. Si les notations étaient plus en accord avec les fondamentaux économiques, les 13 pays analysés pourraient disposer de 45 milliards

de dollars supplémentaires, si l'on considère à la fois les économies de coûts d'intérêts et les financements additionnels. Pour mettre ce chiffre en perspective, l'APD nette totale reçue par l'Afrique subsaharienne en 2020 était de 66,8 milliards de dollars.

Outre les obligations souveraines libellées en monnaie nationale, les pays africains émettent également des dettes en devises étrangères, communément appelées euro-obligations, bien qu'elles puissent être libellées en dollars américains ou dans d'autres monnaies. Une analyse similaire des notations des euro-obligations africaines a également révélé des écarts incohérents par rapport aux fondamentaux économiques, c'est-à-dire des idiosyncrasies subjectives.

**Tableau 2 : Euro-obligations : Rendement, volume et coûts d'opportunité observés et estimés pour 16 économies africaines**

Pays	Rendement observé à l'échéance	Coupon pondéré au pair, en %.	Valeur de marché de l'encours (en millions de dollars américains)	Échéance moyenne pondérée, en années	Rendement ajusté à l'échéance	Économies d'intérêts (millions de dollars américains)	Coût d'opportunité (millions de dollars américains)
Angola	9.95	8.75	9,114	16.58	9.26	538	710
Bénin	8.56	5.35	2,290	15.12	7.92	141	178
Cameroun	10.56	6.50	995	10.84	9.86	50	77
Cote d'Ivoire	8.16	5.84	10,089	16.67	7.47	706	786
République Arabe d'Égypte	11.81	6.04	54,568	13.61	10.88	4,017	4,250
Éthiopie	35.58	6.63	1,000	10.00	33.56	75	78
Gabon	9.31	6.82	2,573	10.42	8.67	117	200
Ghana	33.47	7.85	14,149	15.73	31.57	929	1,102
Kenya	10.53	7.25	7,100	13.49	9.77	428	553
Maroc	5.37	3.19	9,040	14.77	4.79	608	704
Namibie	8.17	5.25	750	10.00	7.48	38	58
Nigeria	11.56	7.49	15,995	15.54	10.77	1,016	1,246
Rwanda	10.17	5.60	2,042	10.00	9.43	106	159
Sénégal	8.70	5.74	13,600	17.17	8.04	897	1,059
Afrique du Sud	6.99	5.43	45,401	19.00	6.33	3,466	3,536
Tunisie	21.21	6.17	10,410	8.22	19.87	697	811
					<b>Total</b>	<b>13,829</b>	<b>15,508</b>

Ces chiffres sont des moyennes pour plusieurs obligations par pays et ne correspondent pas aux chiffres d'une obligation individuelle

Ces écarts indiquent que les pays africains ont le potentiel de lever 15,5 milliards de dollars supplémentaires auprès d'investisseurs internationaux par le biais d'euro-obligations. En outre, ces 16 économies pourraient économiser près de 14 milliards de dollars en coûts d'intérêts totaux, soit 933 millions de dollars par an. Au total, l'ajustement des notations de crédit des euro-obligations pourrait entraîner des économies potentielles de 29,3 milliards de dollars pour ces pays africains.

En combinant les chiffres des deux tableaux, le coût total des idiosyncrasies des notations de crédit en Afrique est estimé à 74,5 milliards de dollars en intérêts excédentaires et en financement perdu pour les pays. Ce montant représente près de 12 % de plus que l'ensemble de l'aide publique au développement nette de l'Afrique en 2020.

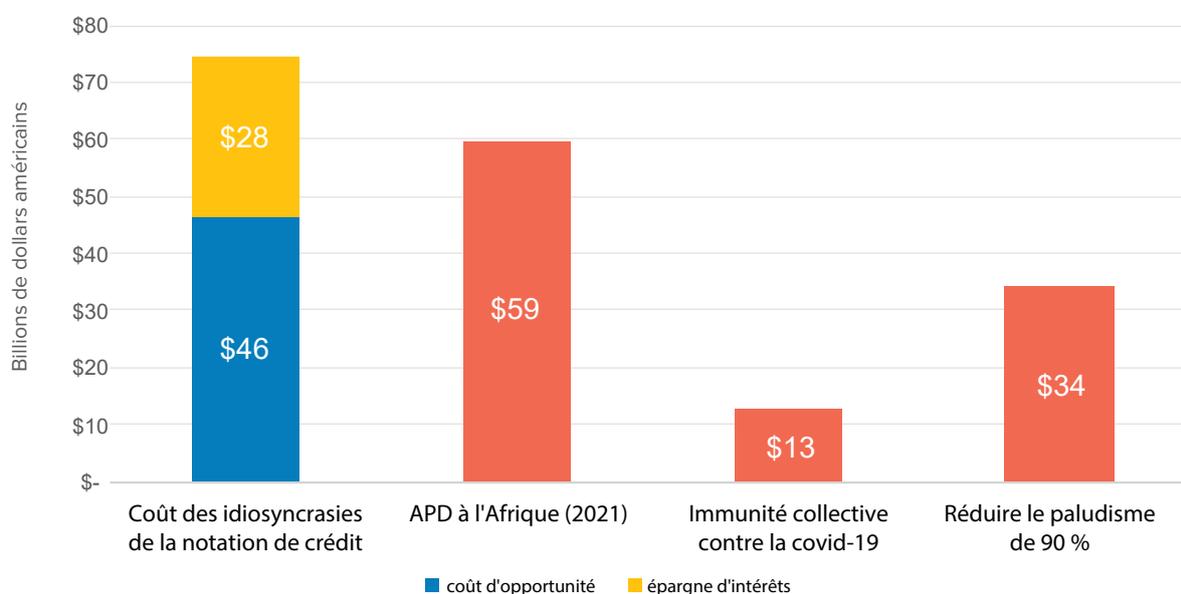
## 4. Implications sur le Développement

Le développement ne se mesure pas uniquement en dollars et en euros. Il est important de contextualiser les coûts de développement des idiosyncrasies observées par rapport aux déficits de financement du développement de l'Afrique.

Le coût estimé de 74,5 milliards de dollars US représente :

- 6 fois le coût de la vaccination de 70 % des Africains (12,5 milliards de dollars) pour obtenir une immunité collective contre le COVID-19.<sup>8</sup>
- 80% des besoins annuels d'investissement en infrastructures de l'Afrique (estimés à 93 milliards de dollars)<sup>9</sup>.
- Plus de deux fois le coût d'une réduction de 90 % du paludisme (34 milliards de dollars)<sup>10</sup>.

**Figure 5 : Coûts de développement des idiosyncrasies des notations de crédit**



La réduction des taux d'intérêt payés par les pays africains sur leur dette intérieure et extérieure pourrait diminuer considérablement la charge du service de la dette à laquelle ils sont confrontés. Cela leur permettrait de rembourser le principal plus rapidement et de libérer

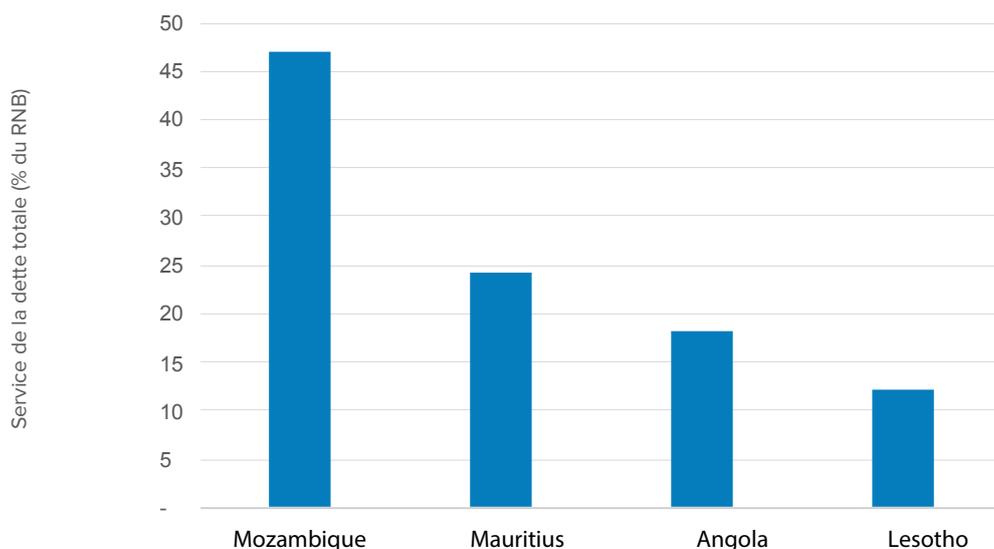
des fonds pour investir davantage dans le développement. Ceci est particulièrement important pour les pays africains qui consacrent une part importante de leur revenu national au service de la dette, comme l'illustre la figure 6.

8. <https://blogs.worldbank.org/health/calculating-sub-saharan-africas-covid-vaccination-financing-gap>.

9. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/744701582827333101/pdf/Understanding-the-Cost-of-Achieving-the-Sustainable-Development-Goals.pdf>

10. <https://www.who.int/news/item/23-08-2019-malaria-eradication#:~:text=The%20%2434%20billion%20is%20the,need%20to%20be%20by%202030>.

**Figure 6 : Service actuel de la dette pour une sélection de pays africains**



L'ajustement des notations de crédit qui ne correspondent pas à la réalité macroéconomique des pays pourrait également améliorer la perception du risque et entraîner une augmentation des flux d'IDE. En effet, les notations de crédit influencent souvent indirectement les

IDE en affectant la perception du climat d'investissement d'un pays et sa capacité à rembourser ses dettes. En améliorant leur notation, les pays africains pourraient attirer davantage d'IDE, ce qui est essentiel pour la croissance économique et le développement à long terme.

## 5. Ce qui peut être fait

On ne saurait trop insister sur l'importance des notations de crédit qui reflètent plus fidèlement les fondamentaux économiques de l'Afrique, car elles affectent directement le coût de l'emprunt et ont des conséquences significatives sur les résultats financiers et en matière de développement.

Les pays africains et leurs partenaires de développement peuvent prendre des mesures immédiates pour remédier à ces idiosyncrasies des notations de crédit, en partenariat avec les agences de notation mondiales. Plusieurs propositions sont présentées ci-après.

### *Instauration d'une plus grande transparence des méthodologies de notation de crédit.*

Il existe un besoin urgent d'une plus grande transparence dans les méthodologies adoptées par les trois grandes agences de notation, qui va au-delà des exigences des nations africaines. Cela pourrait être réalisé par l'engagement et la coopération avec les agences, et le PNUD peut jouer un rôle clé en fournissant et en analysant des données pertinentes axées sur les pays africains. Il s'agirait d'une première étape essentielle pour aider les emprunteurs africains à présenter une vision plus objective de leur situation macroéconomique.

Bien que les trois grandes agences de notation s'efforcent de fournir des informations générales sur leurs méthodes de notation, les hypothèses sous-jacentes restent en grande partie ambiguës. Cette analyse suggère l'existence de décisions idiosyncrasiques et d'actions discrétionnaires qui pourraient avoir des implications financières et de développement désastreuses. Les agences de notation basées en Afrique pourraient jouer un rôle plus important dans ce contexte, étant donné qu'elles ont accès à des données plus détaillées. Cette question

sous-tend les appels à des efforts concertés pour réduire la préférence nationale des agences de notation et les notations procycliques.

### *Adoption et normalisation (pour les participants aux marchés financiers) de notations alternatives.*

Une autre proposition visant à améliorer les notations de crédit des pays africains est une mesure plus complexe qui implique une série d'acteurs locaux et multinationaux, ainsi que des groupes d'investisseurs internationaux de premier plan et les trois grandes agences de notation. L'objectif est d'accélérer les efforts en cours en matière d'évaluation par les pairs des systèmes de notation de crédit existants, de leurs méthodologies et de leur pertinence pour les différents groupes de pays. Pour les pays africains, cette étape nécessiterait que les trois grandes agences de notation collaborent avec une future agence panafricaine et développent des canaux de communication efficaces avec les agences gouvernementales concernées de chaque pays.

L'objectif principal est de compléter l'approche établie des notations de crédit par une modalité plus spécifique à chaque pays, qui donne la priorité au développement à moyen terme plutôt qu'au respect formel des seuils par les indicateurs fiscaux. Par exemple, l'appel d'un pays à l'aide à l'allègement de la dette en réponse à une crise, comme lors de la pandémie de COVID-19, ne devrait pas conduire à une dégradation de la notation.

### *Mise en place d'une agence de notation régionale panafricaine.*

Dans le même ordre d'idées, la proposition de création d'une agence de notation panafricaine vise à remédier aux idiosyncrasies observées. L'Union africaine,

en collaboration avec les agences nationales de notation et de réglementation, ainsi qu'avec les ministères de l'économie et des finances, serait la mieux placée pour diriger cet effort. Au moment de la rédaction de ce rapport, des efforts sont déjà en cours pour mettre en œuvre une telle stratégie. Il est important de maintenir des lignes directes d'échange d'informations et de cohérence réglementaire entre les parties prenantes nationales impliquées, ainsi que de s'engager avec les agences de notation qui opèrent actuellement en Afrique, comme nous l'avons vu plus haut.

### *Une attention renouvelée sur les priorités en matière d'ESG et d'ODD dans chaque économie.*

Donner la priorité aux objectifs de développement macroéconomique à moyen et long terme implique nécessairement de donner la priorité aux objectifs ESG et ODD en tant que mesures objectives de la situation macroéconomique et financière d'une économie nationale. De même, considérer les compensations carbonees comme des actifs garantis pourrait améliorer les notations dans certains pays. Une prise en compte plus transparente et plus active de ces priorités dans les cadres de notation de crédit existants et dans les nouveaux modèles peut contribuer à une approche plus nuancée qui fait la distinction entre les besoins à long terme d'une économie en développement et les fluctuations à court terme du cycle économique des économies avancées. Cette proposition peut résoudre des problèmes tels que la préférence nationale et la procyclicité tout en saisissant les avantages macroéconomiques de la mise en œuvre de nouvelles technologies et de l'efficacité environnementale qui conduisent à la croissance du secteur et à un développement plus durable. Pour

mettre en œuvre cette proposition, il sera nécessaire de s'engager avec les parties prenantes locales et internationales, et d'encourager leur engagement à incorporer les objectifs ESG et ODD dans leurs méthodologies de notation.

### *Renforcement des capacités des agences de notation déjà existantes en Afrique et promotion d'un marché plus efficace entre elles.*

Les agences de notation basées en Afrique, qui desservent principalement le marché local, recèlent un potentiel important qui est souvent négligé. Ces agences disposent de capacités d'analyse uniques, spécifiques aux pays et aux marchés sur lesquels elles opèrent, et possèdent des connaissances et une expertise inestimables sur le continent africain. La promotion de rapports plus transparents, plus opportuns et plus détaillés sur les variables macroéconomiques réduirait l'écart entre la réalité et la perception.

Pour exploiter pleinement ce potentiel, les acteurs internationaux tels que le PNUD, l'UN-DESA, le MAEP et l'Union africaine pourraient envisager de fournir une assistance financière et réglementaire afin d'aider les agences de notation africaines à renforcer et à étendre leurs capacités techniques et institutionnelles. Cela contribuerait à équilibrer le domaine des notations de crédit en Afrique et favoriserait également un système de marchés financiers internationaux plus inclusif et plus compétitif. Les agences de notation basées en Afrique ont un avantage concurrentiel en raison de leur compréhension plus nuancée des structures macroéconomiques régionales et de la couverture de secteurs qui ne sont pas inclus dans les évaluations des trois grandes agences mondiales.

