

- **Pays africains et Eurobonds (Euro-obligations) : effet de levier pour le financement du développement ou future crise de la dette ?**
- **Samuel Diop, Celina Bonnemaïson**
- Dans **Techniques Financières et Développement 2016/2 (n° 123)**, pages 27 à 38

<sup>1</sup> Un « eurobond » (ou une « euro obligation ») est une obligation qui permet aux États ou aux entreprises d'emprunter dans une autre devise que celle du pays émetteur. Contrairement à ce que peut suggérer leurs noms, les eurobonds sont principalement libellés en dollars. On les distingue ainsi des deux autres catégories d'obligations que sont les obligations domestiques émises en monnaie locale et les obligations internationales émises en monnaie locale. Les pays émergents et préémergents, notamment africains, y ont eu souvent recours ces dernières années, à la fois pour financer leurs ambitieuses politiques d'investissement en matière d'infrastructures et pour restructurer leur dette [2][2] Par exemple, la Côte d'Ivoire et le Gabon ont opté pour... Le marché africain, largement dominé par l'émission d'obligations souveraines, a ainsi représenté plus de 20 milliards dollars sur la période de 2007 à 2016. On estime que les eurobonds peuvent représenter aujourd'hui plus de 20 % de la dette externe des pays africains émetteurs.

<sup>2</sup> L'encours total des obligations internationales des pays émergents est principalement libellé en monnaie locale et seulement un tiers, environ, en devise. Le stock actuel se situe environ à près de 3000 milliards de dollars pour une cinquantaine de pays et plus de 1000 émissions. Contrairement aux pays émergents, la plupart des pays africains, à l'exception de l'Afrique du Sud et du Nigéria, pour des raisons qui seront explicitées dans cet article, émettent peu d'obligations internationales en monnaie locale.

<sup>3</sup> Ces flux de capitaux pourraient constituer un puissant effet de levier pour le financement du développement des économies des pays émergents à condition de faire l'objet d'une gestion optimale et rigoureuse de la part des États.

## **Les pays africains ont eu recours aux marchés internationaux depuis les années 2000 pour financer leur politique de développement économique ...**

---

### **Une conjonction de nombreux facteurs a favorisé et explique le recours aux marchés internationaux pour les pays africains**

<sup>4</sup> De nombreuses raisons liées, d'une part, aux performances et au désendettement des économies africaines et, d'autre part, à une meilleure perception du risque de la dette africaine des investisseurs étrangers ont favorisé le recours aux marchés internationaux.

## Des raisons liées aux performances économiques et aux plans d'investissement

5 Depuis plus d'une décennie, la croissance des pays africains, à l'instar de nombreux pays émergents et pré-émergents, a été très élevée, se situant entre 5 et 7 %, dopée, notamment, par la forte croissance de l'économie chinoise. Cette dernière a alimenté une hausse de la demande et une augmentation des prix des matières premières. Les économies subsahariennes ont toutefois fait l'objet d'un ralentissement en 2015, la croissance annuelle n'atteignant que 3,5 % selon le Fonds monétaire international (FMI), son niveau le plus bas depuis une quinzaine d'années, et devrait continuer à ralentir en 2016 pour s'établir à 3 %.

6 Les pays africains pré-émergents [3][3] Dans cet article, nous estimons que certains pays africains, au... ont tiré profit de l'augmentation de leurs ressources budgétaires issues de la hausse des prix des matières premières pour financer des projets d'infrastructure de grande envergure (autoroutes, aéroports, barrages électriques, installations de câble de fibre optique ...). Ils ont également eu recours aux marchés internationaux pour financer la réalisation de ces projets.

## Des considérations structurelles

7 Les annulations de dette des bailleurs institutionnels tels que le FMI (initiative PPTE, IADM ...) ou dans un cadre d'accord multilatéral (Club de Paris ...) ont permis à de nombreux pays africains d'afficher un meilleur ratio d'endettement (dette extérieure/produit intérieur brut largement inférieur à 40 %) et de pouvoir se rendre à des conditions favorables.

8 A titre d'illustration, la Côte d'Ivoire a bénéficié en 2012 d'un important programme d'allègement de dette en bénéficiant d'une réduction de 4,4 milliards de dollars de la part de la Banque mondiale et du FMI, au titre de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) et de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM), ainsi qu'une baisse de 4,7 milliards de dettes bilatérales accordée par le Club de Paris.

9 En vue de lever des fonds sur les marchés intérieurs, les pays africains ont initié, depuis quelques années, une politique de développement des marchés obligataires domestiques. Toutefois, leur taille reste assez modeste et les taux pratiqués, souvent plus défavorables que sur les marchés internationaux ont incité les pays africains à s'orienter vers ces derniers.

10 En fait, les pays africains et pré-émergents auraient tout intérêt à émettre des obligations souveraines en monnaie locale. En effet, ces dernières présentent plusieurs avantages. Tout d'abord, elles permettraient de réduire la dépendance à la dette en monnaie étrangère, source du fameux « péché originel » de Eichengreen, Hausmann et Panizza (2002). Les émissions internationales en monnaie locale réduisent la vulnérabilité liée à l'asymétrie des devises et des maturités tout en améliorant la composition de la dette. Ensuite, elles transfèrent le risque d'inflation et le risque de change sur les investisseurs. Enfin, l'émission en dette locale peut réduire le risque de défaut car cette dernière n'est pas impactée par une dépréciation de la monnaie contrairement aux émissions d'eurobond. La dette domestique, si elle n'est pas excessive, peut favoriser la conduite de la politique monétaire mais également le développement des marchés financiers et l'intermédiation financière.

11 Or, les marchés domestiques africains et pré-émergents sont peu développés et se heurtent notamment à une insuffisance d'épargne liée à une faible inclusion financière. Le marché obligataire demeure étroit, les marchés de couverture peu sophistiqués, et le marché secondaire inexistant. Les investisseurs sont donc largement plus enclins à souscrire des obligations émises

en devise. A ce titre, ils sont davantage disposés à souscrire à des taux moins élevés et des maturités plus longues. En outre, ils n'ont pas à assumer le risque de change, ce dernier étant supporté par le pays émetteur.

### **Des raisons tenant au changement d'attitude des investisseurs étrangers**

12 Enfin, l'amélioration des politiques publiques, de la gouvernance économique et les efforts en termes de transparence économique et financière matérialisés par les notations des agences internationales ont eu pour effet de rassurer les investisseurs internationaux. En outre, le contexte de liquidité abondante, de faiblesse des taux d'intérêt prévalant dans les pays développés les a incités à placer leurs fonds sur des nouveaux marchés tels que ceux des pays africains, une occasion de diversifier leurs risques tout en augmentant leurs rendements. En fait, les premières souscriptions des obligations internationales de la part des investisseurs internationaux ont eu lieu dans les années 1990. Ces derniers ont investi alors dans les dettes mexicaines, brésiliennes, russes et de certains pays asiatiques et se sont orientés progressivement (début des années 2000) vers les dettes des pays africains à la recherche de rendements supérieurs.

### **Ces financements internationaux peuvent présenter des avantages pour le développement des économies des pays africains**

#### **Les eurobonds peuvent répondre au besoin de financement des infrastructures**

13 Si certaines émissions d'eurobonds ont permis de refinancer la dette externe, la levée de fonds internationaux a pour vocation affichée de financer les projets d'infrastructures en cours en Afrique. Les perspectives de croissance des économies africaines sont associées à un développement des infrastructures dont les besoins annuels sont estimés à 93 milliards de dollars par la Banque africaine de développement (Étude diagnostique par pays de l'infrastructure sur le continent, 2010).

14 Ainsi, l'Afrique du Sud a pu lever 3,25 milliards de dollars entre 2013 et 2016. Le Nigéria, entre 2011 et 2013, a pu emprunter 2,5 milliards de dollars. Les pays de l'Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA) et de la Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC) sont également actifs sur les marchés internationaux. La Côte d'Ivoire a pu placer 1,7 milliard de dollars d'obligations souveraines ces dernières années alors que le Gabon a emprunté 2,5 milliards entre 2007 et 2013 (voir Figure 1 ci-dessous).

Pays	Note	Date émission	Montant, durée et taux
Afrique du Sud	BBB- (S&P)	2013 Avril 2016	2 milliards \$ à 6% sur 12 ans 1.25 milliard \$ sur 10 ans à 5,05 %
Angola	Ba2 et B (S&P)	Novembre 2015	1.5 milliard \$ sur 10 ans à 9,5%
Cameroun	B à long terme et court terme avec perspective stable (S&P)	2015	1.2 milliard \$ sur 10 ans à 9.5%
Côte d'Ivoire	B3 avec perspectives stables (Moody's)	2010 2014 2015	2,3 milliards \$ sur 22 ans à 10,181 % 750 millions \$ sur 10 ans à 5.625% 1 milliard \$ sur 12 ans à 6.625%
Égypte	B	2015	1.5 milliard sur 10 ans à 6.5%
Éthiopie	B/B (S&P)	2014	1 milliard \$ sur 10 ans à 6.625%.
Gabon	B + et B long terme (S&P)	2007 2013	1 milliard \$ à 8.2% sur 10 ans 1.5 milliard \$ à 6.38% sur 10 ans
Ghana	B3 avec perspectives négatives (Moody's)	2007 2013 2014 2015	750 millions \$ sur 5 ans à 8.5% 1 milliard \$ sur 10 ans à 8 % 1 milliard \$ sur 10 ans à 8.125% 1 milliard \$ sur 15 ans à 10.75%
Kenya	B+/BB- négative (Fitch)	2014	2 milliards \$ dont 500 millions sur 5 ans à 5.875% et 1.5 milliard sur 10 ans à 6.875%
Maroc	BBB-	2014 2015	1 milliard \$ sur 10 ans à 3.5% 1 milliard \$ sur 10 ans à 4.5%
Nigeria	B (S&P)	2011 2013 2016 reporté	500 millions \$ sur 10 ans à 6.75% 500 millions \$ sur 5 ans à 5.125% 500 millions \$ sur 10 ans à 6.63% 1 milliard \$
Mozambique	B- et CC (S&P)	2013 2016	500 millions \$ sur 10 ans à 6.31% 727 millions \$ à 10.5%
Rwanda	BB- et B+/B court terme (Fitch)	2013 2014-2015	400 millions \$ à 6.875% 1 milliard de prévus mais non confirmé
Sénégal	B+/B avec perspective stable par S&P	2009 2011 2014 Octobre 2015	200 millions \$ 500 millions \$ sur 10 ans à 8.75% 500 millions \$ sur 10 ans à 6.25% 500 millions \$ sur 10 ans à 6.25%
Tanzanie	/	2012 2013	500 millions \$ 600 millions \$ sur 7 ans
Tunisie	BB-	2012 2014 2016 prévisions	485 millions \$ sur 7 ans à 1.686% 500 millions \$ sur 7 ans à 2.452% Entre 750 et 1 milliard \$
Zambie		2012 2014 2015	750 millions \$ sur 10 ans à 5.375% 1 milliard sur 10 ans à 8.5% 1,250 milliard sur 12 ans à 8.97%

## **Le recours aux marchés internationaux incite les pays à poursuivre leurs efforts pour une meilleure gouvernance économique**

15 Le recours aux financements internationaux présente également pour avantage de confronter les pays africains aux marchés internationaux, les incitant ainsi à poursuivre leurs efforts en matière de discipline de politiques économiques (budgétaire et monétaire) et de transparence vis-à-vis de la communauté internationale. Les pays emprunteurs mesurent leur visibilité sur le marché et la confiance que leurs politiques économiques suscitent de manière immédiate. En effet, les montants empruntés et les conditions d'accès peuvent constituer un étalon de comparaison ou *benchmark*.

16 Il est à souligner que les pays africains bénéficient désormais d'échéances plus longues que dans le passé et que certains d'entre eux ont réussi à emprunter à des conditions relativement favorables. Néanmoins, les pays des autres zones géographiques tels que ceux d'Amérique latine notamment empruntent généralement à des conditions plus favorables que les pays africains (voir Figure 2 en Annexe).

17 Enfin, l'emprunt sur les marchés internationaux peut permettre d'éviter d'assécher les ressources intérieures au détriment des entreprises et d'éviter de possibles effets d'éviction.

### **Toutefois, ces programmes d'émission doivent obéir à certains critères pour répondre à l'objectif du financement du développement et ne pas représenter un fardeau qui amputerait les perspectives de croissance**

---

## **Les émissions d'eurobond présentent de nombreux risques pour les pays pré-émergents et émergents**

### **Un risque de défaut peu probable à court terme mais des vulnérabilités sous pression**

18 Au-delà des risques liés à des situations politiques et des contextes sécuritaires délicats, plusieurs éléments de conjoncture économique et financière pourraient accroître la difficulté pour certains pays africains à faire face aux paiements des coupons et au remboursement de la valeur des obligations. La baisse du prix des matières premières, et en particulier celle du pétrole à partir de juin 2014, qui est passé en quelques mois de 130 à 30 dollars le baril, a entraîné une baisse des recettes budgétaires et un ralentissement de la croissance. Les pays exportateurs, tels que le Gabon dont les recettes pétrolières représentent plus de 40 % des recettes budgétaires, subissent aussi un choc sur les volumes à l'exportation du fait de la baisse de la production (sous un certain seuil de prix, la production n'est plus rentable) et de la baisse de la demande (imputable notamment au ralentissement de la croissance chinoise). Le Nigéria et l'Angola, dont le pétrole représente plus de 90 % de la valeur des exportations et 70 % des recettes budgétaires, ont enregistré en 2015, à l'instar de tous les pays exportateurs de pétrole, une forte dégradation de leur balance commerciale.

19 Des difficultés économiques et financières persistantes pourraient alimenter un marché secondaire et attirer des spéculateurs tels que les fonds vautours à l'affût des programmes de

restructuration de dettes (voir Encadré 1 ci-dessous). Dans les faits, l'analyse du marché obligataire international africain depuis 2014 fait ressortir des conclusions contrastées. En effet, si depuis le deuxième semestre 2014 l'ensemble des pays africains empruntent à des coûts plus élevés, certains pays affichant un important dynamisme économique, tels que l'Afrique du Sud, la Côte d'Ivoire, le Sénégal, ont réussi en 2015 et en 2016 à lever des capitaux à des conditions intéressantes (voir Figure 1).

## **Encadré 1 - Les pays endettés : cibles des fonds vautours**

Les fonds vautours rachètent sur le marché secondaire des obligations à des prix fortement décotés par rapport à leurs valeurs faciales et, en se situant en dehors du cadre des négociations et des accords entre bailleurs et emprunteurs, exigent des États emprunteurs le remboursement des obligations à leur valeur nominale et non de marché. A ce titre, les fonds vautours assignent très souvent les États emprunteurs auprès des juridictions américaines qui ordonnent fréquemment la saisie de leurs avoirs situés à l'étranger. Face à l'intransigeance du fonds américain Elliott, le cas de l'Argentine est devenu l'illustration emblématique des rudes et longues joutes juridiques pouvant opposer un État à des fonds vautours. Au final, en vue de normaliser ses relations avec la communauté internationale, l'Argentine a dû se résoudre au 1<sup>er</sup> mars 2016 à verser 4,6 milliards de dollars à quatre fonds vautours, dont 2,3 milliards à Elliott sur les 3 milliards réclamés incluant 617 millions de capital ...et 2,4 milliards d'intérêts et de frais. Auparavant, le Pérou et le Nicaragua avaient été condamnés par la Cour d'appel de New York à verser respectivement 58 millions et 11 millions de dollars. Le Venezuela et un certain nombre de pays africains seraient désormais la cible prioritaire des fonds vautours. Parfois assistés par l'ICMA (International Capital Market Association)<sup>[4]</sup>, les États emprunteurs ont dû s'organiser pour pouvoir faire face à ces menaces. Ainsi, un arsenal anti fonds vautours a été élaboré, impliquant surtout des clauses d'actions collectives (liées à une ou plusieurs souches obligataires) - ou « pilules anti-fonds vautours » - qui prévoient en cas de restructuration des dettes qu'un accord conclu avec la majorité s'impose à tous les créanciers. Selon une étude du FMI réalisée en 2014, environ 80 % des euro obligations émises pour un montant de 900 milliards de dollars contiennent des « pilules anti-fonds vautours ». Il ressort qu'un volume de dettes internationales de près de 200 milliards de dollars pourrait faire l'objet d'attaques spéculatives de la part des fonds vautours. L'Argentine a émis le 19 avril 2016 une obligation de 16,5 milliards de dollars<sup>[5]</sup> en intégrant ces clauses d'actions collectives. Elle a également indiqué, dans le contrat de l'eurobond, une liste de biens et avoirs ne pouvant faire l'objet d'une quelconque saisie par les créanciers. A l'instar de l'Argentine, les pays africains ont fait l'objet de multiples attaques de la part des fonds vautours. Les tribunaux pour la plupart américains et britanniques ont condamné plusieurs pays africains à verser aux fonds vautours des montants élevés. Ces condamnations n'ont aucunement épargné les pays pauvres très endettés (PPTÉ) tels que la République du Congo (453 millions USD ; 7,7 % du PIB), la République démocratique du Congo (162 millions USD ; 2,3 % du PIB), le Cameroun (53 millions USD ; 0,3 % du PIB) et la Zambie (23 millions USD ; 0,3 % du PIB). Les pays membres (dont 53 pays africains) de la Banque africaine de développement bénéficient désormais de l'assistance de la facilité africaine de soutien juridique qu'elle a créée en 2009 en vue de renforcer leurs capacités et de leur apporter une expertise et des conseils juridiques.

## **Un risque de refinancement plus élevé pour certains pays**

20 La dégradation des finances publiques et le ralentissement de la croissance conduisent généralement à une revue à la baisse des notations émises par les agences internationales. En effet, à partir de 2015, les notations financières de l'Angola, du Congo-Brazzaville, du Gabon et du Nigéria ont fait l'objet de dégradations, successives pour certains d'entre eux. En avril 2016, l'agence de notation Moody's a abaissé d'un cran les notes souveraines du Gabon (passant de Ba3 à B1) et de la République du Congo (B2). Il est à noter que les obligations gabonaises, estimées désormais plus risquées par Moody's, sont passées de « *non-investment grade speculative* » à « *highly speculative* » (hautement spéculative).

21 Les notations des pays non africains, tels que l'Arabie Saoudite, le Bahreïn, la Russie, le Venezuela, ont également été revues à la baisse.

22 Les pays pétroliers pourraient entrer dans un cycle vicieux impliquant un renchérissement du coût de la dette, une baisse du PIB, un service de la dette en forte croissance et des difficultés de remboursement qui adresseraient de mauvais signaux à la communauté financière internationale. Les pays pré-émergents et émergents pourraient être contraints d'émettre des eurobonds à des coûts plus élevés pour rembourser les intérêts relatifs aux émissions précédentes.

23 A titre d'illustration, certains pays tels que l'Angola ou le Cameroun ont émis en 2015 des eurobonds à un taux de 9,5 % pour une durée de 10 ans. Enfin pour 2016, très peu de pays africains ont émis des obligations en devise excepté l'Afrique du Sud (1,25 milliard de dollars sur 10 ans à 5,05 %) et le Mozambique (727 millions de dollars à 10,5 %). Les potentiels pays émetteurs sont probablement dans l'attente de conditions plus favorables et certains, tel que le Nigéria ou le Ghana, ont dû reporter *sine die* leurs programmes d'émission obligataires.

## **Un risque de change lié principalement à l'évolution du cours du dollar**

24 Les coûts des eurobonds des pays pré-émergents sont également liés aux taux directeurs de la Réserve Fédérale Américaine. Ces derniers, actuellement très bas malgré le relèvement à 0,5 % à fin avril 2016 (contre 0,25 % auparavant), pourraient augmenter dans les mois suivants et faire l'objet de deux relèvements d'ici la fin de l'année. Par ailleurs, la baisse, voire l'arrêt, des opérations de « *quantitative easing* » réalisée par la FED induira également une remontée quasi-mécanique des taux réels. Cette remontée des taux, avec pour corollaire la réduction de l'abondance des liquidités, pourrait atténuer l'attrait pour la dette africaine qui se négocierait à des conditions plus onéreuses. Par ailleurs, une remontée des taux pourrait conduire à une évolution du cours du dollar par rapport aux autres devises, conduisant à un risque de taux de change pour les pays émetteurs d'eurobonds en dollars.

25 La plupart des euro-obligations étant libellées en dollars, une appréciation de ce dernier entraînerait un accroissement des charges financières. S'agissant des pays de la Zone franc, l'évolution de la parité euro-dollar pourrait déterminer les fluctuations des charges financières relatives au service de la dette.

## **Un risque de mauvais calibrage de l'emprunt ou de non traçabilité des flux**

26 Enfin, l'afflux important de devises étrangères pourrait conduire à un contexte de surliquidité bancaire si les flux financiers ne sont pas utilisés immédiatement ou canalisés dans des

financements de projets, du fait d'un retard dans l'exécution de ces derniers ou d'un surdimensionnement de l'emprunt par rapport aux besoins en financement desdits projets.

27 Les flux de capitaux internationaux issus des émissions des eurobonds pourraient ne pas être systématiquement orientés vers le financement de programmes d'investissement. En effet, les États émetteurs pourraient être tentés de les utiliser en vue de financer leurs déficits courants et budgétaires. Par ailleurs, les États, pour tirer le meilleur parti de ces flux de capitaux et éviter une « évaporation », devront procéder en amont à une préparation minutieuse impliquant une évaluation rigoureuse des projets tant sur les aspects financiers que sur la faisabilité technique.

28 Plus généralement, le manque de traçabilité dans l'utilisation des ressources peut être fortement préjudiciable. Or dans certains pays, la décision d'émission n'est pas soumise à l'approbation du Parlement et il n'est pas toujours aisé de connaître avec exactitude les décaissements des ressources et leur utilisation.

## **Des emprunts finançant efficacement le développement impliquent une préparation minutieuse de la part des États**

29 Le succès des émissions d'eurobonds tient dans leur adaptation aux réels besoins du pays et à leur capacité de remboursement. En ce sens, ils sont un formidable levier pour le financement du développement et la visibilité du pays sur les marchés internationaux. Les gouvernements africains les ont clairement jugés plus flexibles que d'autres types de financement, tels que ceux des institutions internationales ou des banques multilatérales, dont la conditionnalité des prêts, la longueur des procédures d'approbation et le cadre de supervision sont souvent cités comme obstacles. Mais les eurobonds portent en eux de nombreux risques que seule une minutieuse anticipation des projets à financer et une rigoureuse analyse de la viabilité de dette peuvent parer.

30 Certains économistes, tels que Cédric Mbeng Mezui (2014,2015) de la Banque africaine de développement, estiment que les projets devraient faire l'objet d'une évaluation technique et financière préalable précise, et être, idéalement, à un stade d'avancement minimum lorsque l'émission de l'emprunt est envisagée. En effet, de nombreux projets d'investissements pourraient ne pas être suffisamment matures pour absorber les ressources financières. A ce titre, Mbeng Mezui préconise par ailleurs le recours à des obligations de projets ou « *project bonds* » (voir Encadré 2 ci-dessous) ayant un objectif bien défini.

### **Encadré 2 - Définition des « *project bonds* »**

Des obligations de projets ont été lancées en 2012 par la Banque européenne d'investissement (BEI) et la Commission européenne en vue de financer des grands projets d'infrastructure en lien avec les domaines de l'énergie, des transports et des technologies de l'information et de la communication (TIC).

La particularité des obligations de projets est le fait que les flux issus de l'émission soient intégralement dédiés à la réalisation du projet et que les remboursements sont réalisés exclusivement par les flux financiers générés par l'exploitation de l'infrastructure. La première émission d'une obligation de projet en Europe en lien avec le numérique a eu lieu en France en juillet 2014 avec la levée de 189,1 millions d'euros pour 11 ans à un taux de 2,622 % par Axione Infrastructures pour financer le déploiement de réseaux très haut débit dans les zones rurales. Il est à noter que le taux d'émission actuel des obligations souveraines à 10



ans est de 0,5 % pour la France et de 0,17 % pour l'Allemagne. S'agissant des pays émergents, la Malaisie, la Corée du Sud, le Chili, et le Brésil auraient déjà procédé à l'émission d'obligations de projets.

31 De tels « *project bonds* » seraient dédiés au financement d'un projet unique, ce qui faciliterait la traçabilité des flux financiers et réduirait fortement le risque de détournement de fonds. L'indexation des obligations aux projets facilite l'évaluation des risques pour les investisseurs et contraint les emprunteurs à un suivi renforcé de la réalisation des projets. Toutefois, les « *project bonds* » pourraient ne pas rencontrer un succès dans l'immédiat compte tenu de la complexité de l'ingénierie financière nécessaire et des octrois de garantie requises de la part des États ou des institutions multilatérales de développement. Par ailleurs, de nombreux États engagent simultanément ou à des dates rapprochées un grand nombre de chantiers à des stades d'avancements différents et pourraient surtout être tentés de privilégier un emprunt « global » pour financer l'ensemble des projets à de meilleures conditions financières, plutôt que d'émettre plusieurs obligations de projets.

32 En outre, certaines infrastructures indispensables pour le développement des pays africains ne sont pas susceptibles de générer des flux financiers permettant de rembourser les charges d'emprunt. A titre d'exemple, la création de routes et d'autoroutes (sans péages) est indispensable pour désenclaver certaines zones rurales et permettre de favoriser l'acheminement de matières premières ou de marchandises. En dépit de leur impact positif sur la croissance économique, aucun flux financier direct ne sera généré par l'exploitation des routes pour rembourser les intérêts relatifs aux obligations de projets.

33 En conclusion, même si les émissions d'eurobonds sont un instrument flexible et ont permis à l'Afrique subsaharienne des levées de fonds très importantes, rapides et sans les conditionnalités traditionnelles des partenaires au développement, elles ne sont pas une panacée. Les États émetteurs devront maintenir un cadre macroéconomique stable et continuer leurs efforts en lien avec des politiques de finances publiques efficaces et une gestion active de la dette. Les ressources mises à disposition devront être orientées vers des projets matures ayant fait l'objet d'études de faisabilité robuste impliquant également une analyse du mode de financement le plus approprié.

34 Enfin, la priorité des États ne devrait-elle pas être, fondamentalement, de développer des sources de financement domestique à long terme, plutôt que de prendre le risque de commettre un « péché originel » ? Selon les données de la Banque africaine de développement, il y aurait plus de 1700 milliards de dollars de ressources disponibles en Afrique et *via* la diaspora africaine. Cette manne financière pourrait permettre aux pays pré-émergents de s'endetter à des coûts raisonnables. A ce titre, cette perspective implique notamment de bâtir des marchés obligataires domestiques efficaces, notamment en monnaie locale qui permettra notamment l'atténuation de la dépendance à la dette en monnaie étrangère.

## Pays pré émergents et émergents émetteurs d'eurobonds (hors Afrique)

Pays	Note	Date émission	Montant, durée et taux
Argentine	BB3 par Moody's	2011	7.5 milliards \$ sur 5 ans à 7.6%
		2015	500 millions \$ sur 5 ans à 6.9%
		2015	500 millions \$ sur 5 ans à 6.25%
			3.692 milliards \$ sur 10 ans à 6.9%
		2016	1.6 milliard \$ sur 10 ans à 7.5%
		2016	2.8 milliards \$ sur 10 ans à 6.25%
		2016	2.6 milliards \$ sur 5 ans à 7.5%
		2016	1.2 milliard \$ sur 3 ans à 9.95%
		2016	1.9 milliard \$ sur 5 ans à 8.5%
		2016	1.6 milliard \$ sur 30 ans à 10.9%
		16.5 milliards \$ sur 15 ans à 7.5%	
Brésil	BB+ (S&P)	2011	500 millions \$ sur 10 ans à 4.875%
		2011	1 milliard \$ sur 30 ans à 5.625%
		2012	825 millions \$ sur 9 ans à 4.875%
		2012	1.35 milliard \$ sur 10 ans à 2.625%
		2013	3.2 milliards sur 12 ans à 4.25%
		2014	3.5 milliards sur 31 ans à 5%
		2016	1.5 milliard \$ sur 10 ans à 6%
Bolivie	C	2012	500 millions \$ sur 10 ans à 4.85%
		2013	500 millions \$ sur 10 ans à 5.95%
Chine	AA- (S&P)	2010	11.5 milliards
		2013	500 millions euros 7 ans
		2015	693 millions \$ (emprunt obligataire)
Mexique	A3	2010	10 milliards \$
		2014	1 milliard de livres sterling sur 100 ans à 5.75%
		2015	1.5 milliard d'euros sur 100 ans à 4.2%
		2015	1.5 milliard d'euros sur 100 ans à 4.2%
		2016	
Russie	BB+ (speculative S&P)	2010	5.5 milliards \$ dont 2 milliards sur 5 ans et 3.5 milliards sur 10 ans
		2015 gazprom	500 millions \$ à 3.375

## Notes

- [1]

Cet article reflète les idées personnelles de leurs auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de la Banque de France ou de l'Eurosystème.

- [2]

Par exemple, la Côte d'Ivoire et le Gabon ont opté pour l'émission d'obligations internationales en échange de créances compromises. Ainsi, la Côte d'Ivoire a émis un titre en 2010, pour un montant de 2,3 milliards de dollars et une échéance de 22 ans. Auparavant, en 2007, le Gabon avait émis dans un contexte similaire, 1 milliard d'eurobond à 10 ans pour racheter sa dette aux créanciers du Club de Paris.

- [3]

Dans cet article, nous estimons que certains pays africains, au vu de leurs performances économiques ces dernières années, peuvent être considérés comme des pays pré-émergents même si tous n'atteindront pas le stade de l'émergence dans le même horizon temporel. Il peut s'agir notamment du Nigéria, de l'Égypte, du Maroc, du Botswana, de la Tunisie, du Ghana, de la Côte d'Ivoire, du Kenya, de l'Éthiopie, du Sénégal, du Cameroun et du Gabon... L'Afrique du Sud est d'ores et déjà considérée comme émergent.

- [4]

Association représentant les acteurs de marché (hors *hedges funds*) des institutions internationales (FMI, BAD)

- [5]

2,75 milliards de dollars à 3 ans à 6,25 % ; 4,5 milliards à 5 ans à 6,87 % ; 6,5 milliards à 10 ans à 7,5 % ; 2,75 milliards à 30 ans à 7,62 %.

**Compilation de Bertin KOOVI**

Économiste fondamentaliste