

LES ÉMISSIONS SUR LES MARCHÉS DOMESTIQUES DE DETTE SOUVERAINE AURAIENT-ELLES AGGRAVÉ L'ÉVICTION DU CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ DANS LES UNIONS MONÉTAIRES D'AFRIQUE CENTRALE ET DE L'OUEST ?

Guy Albert Kenkouo ¹

Les marchés de capitaux performants et dynamiques sont essentiels à la croissance économique, en particulier en Afrique subsaharienne, où les besoins de financement des programmes de développement sont croissants. En effet, le développement de ces marchés facilite la mobilisation des ressources, agissant ainsi comme un catalyseur de croissance (Magnan-Marionnet, 2016). Des études empiriques confirment ce lien, montrant une corrélation positive entre le développement des marchés de capitaux et la croissance économique, que ce soit par l'amélioration de la productivité ou par l'accumulation de capitaux physique et humain (De Serres *et al.*, 2006).

Le développement des marchés de capitaux en Afrique constitue une source de financement des infrastructures et un outil pour les investisseurs régionaux (Mbeng Mezui, 2014). Cependant, ils sont généralement petits, avec des opérations de court terme et des bases d'investisseurs étroites (Christensen, 2004). Cette situation peut limiter l'efficacité de la canalisation de l'épargne institutionnelle vers des utilisations productives, affectant ainsi la capacité des États et du secteur privé à accéder aux financements pour assurer une croissance économique soutenue et durable. Par ailleurs, les marchés de capitaux africains sont dominés par celui de la dette souveraine (Mu *et al.*, 2013). En effet, il est communément admis que son émergence est un prérequis au développement des marchés privés (Dittmar *et al.*, 2008).

Selon Cabrillac *et al.* (2009), les marchés africains de dette souveraine sont vulnérables et présentent certaines faiblesses structurelles (faible culture de marché, risques élevés de défaut, manque de taille critique, étroitesse de la base des investisseurs et faible liquidité des actifs). Dans ce contexte, la prédominance des titres publics dans les emplois du système bancaire ² est susceptible d'entraîner une éviction du

crédit au secteur privé. Ce risque est encore plus élevé en zones Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) ³ et Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA) ⁴, où l'accès au crédit bancaire constitue l'un des principaux obstacles au développement du secteur privé, pourtant indispensable pour assurer la transformation structurelle des économies des pays membres. Par ailleurs, le durcissement ⁵ des conditions financières sur les marchés internationaux au cours des dernières années a amplifié la dépendance des États aux ressources mobilisées sur le marché de la dette domestique, une situation susceptible d'aggraver l'éviction du crédit au secteur privé.

L'objectif de cette étude est d'examiner si l'effet d'éviction s'est renforcé avec l'approfondissement des marchés domestiques de dette souveraine dans les zones CEMAC et UEMOA. De manière spécifique, l'étude vise à i) faire un diagnostic des principaux défis relatifs au financement des économies en Afrique centrale et de l'Ouest ; et ii) évaluer les effets de l'accroissement du volume des émissions souveraines sur le financement du secteur privé par les banques dans ces deux zones.

Pour mesurer l'ampleur de l'effet d'éviction, un indice est élaboré à partir des travaux de Schmidt et Zwart (2018) et de ceux d'Attout *et al.* (2022). Par construction de cet indice, l'effet d'éviction se renforce lorsque les émissions de dette publique augmentent, lorsque la demande de crédit du secteur privé croît ou que les

¹ Chef du service de Gestion de la Liquidité à la direction de la Stabilité financière, Activités bancaires et Financement des économies à la Banque des États de l'Afrique centrale (BEAC) et détaché à la Banque de France au premier semestre 2024.

² À fin 2023, les banques détenaient 77 % des titres non échus émis sur le marché monétaire de la BEAC.

³ Cameroun, République centrafricaine (RCA), Congo, Gabon, Guinée équatoriale et Tchad.

⁴ Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo.

⁵ Effet de la crise Covid et du relèvement des taux directeurs des principales banques centrales pour atténuer les pressions inflationnistes enregistrées avec la crise russo-ukrainienne.

Enjeux et défis

Les émissions sur les marchés domestiques de dette souveraine auraient-elles aggravé l'éviction du crédit au secteur privé dans les unions monétaires d'Afrique centrale et de l'Ouest ?

décisions des banques en matière de prêts favorisent la dette publique. Les données proviennent de la BEAC, de la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), de l'UMOA-Titres, de la Banque africaine de développement (BAfD) ainsi que des bases de données du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale. Elles couvrent la période allant de 2004 à 2023.

Après une analyse des principaux défis en matière de financement de l'économie en Afrique centrale et de l'Ouest, la suite de cette étude évalue l'évolution de la « gravité de l'effet d'éviction » dans les deux unions monétaires.

1| Défis de financement du développement en Afrique centrale et de l'Ouest

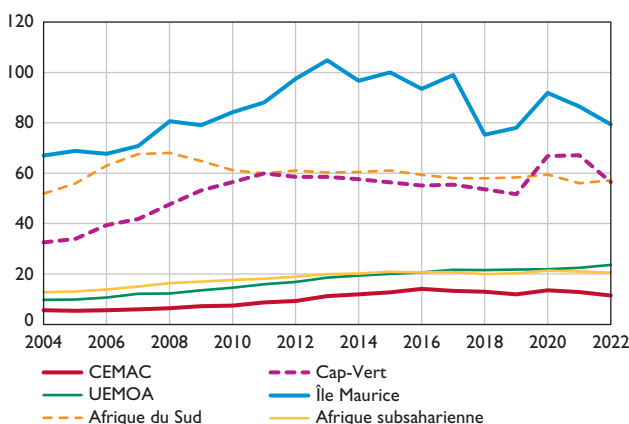
L'accès au crédit bancaire demeure un défi majeur pour le secteur privé en Afrique, entravant sa croissance et son potentiel de contribution au développement économique. Bien que les marchés de capitaux offrent une voie prometteuse pour mobiliser des ressources financières, la prédominance des marchés de dette souveraine soulève d'importantes questions. Cette section examine la contribution du secteur bancaire au financement de l'économie et analyse l'évolution des marchés de dette souveraine dans la CEMAC et l'UEMOA, en mettant en lumière les principaux facteurs de risque associés à leur expansion.

Nécessité d'accroître le financement du secteur privé

Les besoins en infrastructures sont énormes et la consolidation de la croissance économique dans les États membres de la CEMAC et de l'UEMOA nécessite des investissements importants. En conséquence, les capitaux nécessaires au financement des plans de développement sont supérieurs aux fonds dont disposent les gouvernements nationaux, la communauté des bailleurs ou toute autre source de financement prise isolément. Ainsi, l'émergence des marchés de capitaux constitue une source de financement des plans stratégiques de développement. En effet, en permettant d'affecter de manière efficiente des ressources économiques rares, les marchés de capitaux atténuent les contraintes de liquidité et contribuent à la stabilisation macroéconomique.

Malgré près de vingt années d'approfondissement financier, le secteur bancaire a encore une marge de

G1 Évolution du crédit bancaire au secteur privé (en % du PIB)



Source : Banque mondiale.

progression importante dans la CEMAC et l'UEMOA, comparativement aux autres pays africains. En effet, entre 2004 et 2022, le ratio crédit au secteur privé en pourcentage du PIB a progressé de 5,6 % à 11,5 % dans la CEMAC, et de 9,8 % à 23,6 % dans l'UEMOA. Cependant, ces niveaux d'approfondissement du secteur financier demeurent faibles pour soutenir durablement la dynamique de développement des pays membres. Plus précisément, ces ratios sont de loin inférieurs aux niveaux observés au Cap-Vert, en Afrique du Sud et à Maurice, trois pays où les marchés de capitaux sont également plus développés (cf. graphique 1).

La question du financement du secteur privé se pose avec acuité en Afrique subsaharienne lorsqu'il s'agit de l'accès au financement des petites et moyennes entreprises (PME). En effet, selon les données de la Banque mondiale⁶, l'accès au financement constitue le principal obstacle auquel 35,6 % des PME sont confrontées en Afrique subsaharienne et 21,2 % pour l'ensemble des entreprises interrogées dans le cadre de l'enquête. Cette proportion est plus élevée dans la CEMAC⁷, avec une moyenne de 50,3 %, variant entre 39,5 % et 53,8 %. Dans l'UEMOA, le constat est assez similaire, avec en moyenne 44,8 % des entreprises indiquant l'accès au financement comme le principal obstacle auquel elles font face. On y relève également une forte hétérogénéité,

6 Enquête réalisée dans 159 pays, principalement d'Afrique, d'Asie, d'Amérique latine et d'Europe de l'Est, entre 2010 et 2020.

7 Cameroun, 41,1 % ; RCA, 53,8 % ; Tchad, 39,5 % ; Congo, 44,8 %.

avec des proportions variant entre 27,4 % et 71,6 %. Par ailleurs, la plupart de ces entreprises indique que l'obtention d'un prêt bancaire nécessite de disposer de garanties dont la valeur pourrait représenter jusqu'à 260 % du montant des prêts. Ainsi seuls 11,3 % de ces entreprises dans la CEMAC⁸ et 26 % en zone UEMOA⁹ confirment disposer d'une ligne de crédit ou avoir bénéficié d'un prêt bancaire. Cette situation étant préjudiciable au développement économique, il est nécessaire d'inciter les banques à renforcer leur rôle dans le financement des économies, afin de soutenir la croissance sur le long terme.

Dynamique des marchés domestiques de dette souveraine

Malgré la mise en œuvre de plusieurs réformes, la faible profondeur des marchés financiers ne favorise pas encore un accroissement significatif de leur contribution au financement des économies.

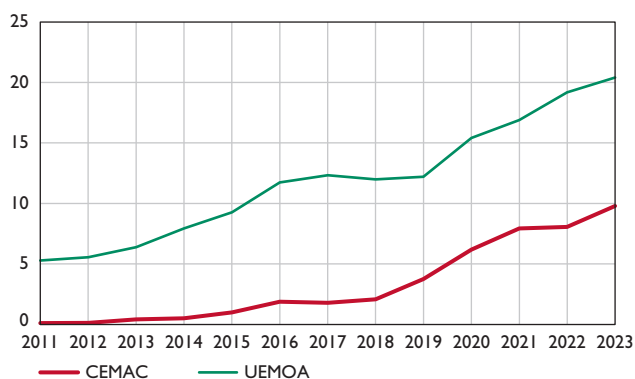
En effet, conscients des avantages d'un système financier développé dans le processus de transformation structurelle de leurs économies, les pays de la CEMAC et de l'UEMOA ont engagé depuis une vingtaine d'années plusieurs réformes afin de créer des marchés de capitaux dynamiques et profonds. Celles-ci ont abouti à la création de Bourses et au développement des marchés de la dette souveraine dans les deux unions monétaires. À la clôture de la séance du 29 décembre 2023 à la BRVM¹⁰, on comptait environ 66 sociétés et plus de 100 lignes obligataires qui y étaient cotées. La capitalisation boursière s'élevait à 7 967 milliards de francs CFA d'Afrique de l'Ouest (XOF) sur le compartiment des actions et à 10 302 milliards sur le compartiment obligataire. À la même date, pour la BVMAC¹¹, 14 lignes d'obligations étaient cotées pour un encours total d'environ 1 300,5 milliards de francs CFA d'Afrique centrale (XAF), aucune n'ayant fait l'objet de transaction. Sur le compartiment des actions, seules six entreprises étaient cotées, avec uniquement deux transactions. Par ailleurs, la capitalisation boursière globale s'était maintenue à 461,3 milliards XAF et le flottant était estimé à 66,5 milliards XAF.

S'agissant des marchés domestiques de dette souveraine, ils se sont largement développés au cours des dernières années, avec une croissance marquée de l'encours des titres émis par les pays et non échus.

Le développement de ce mode de financement a été favorisé par l'arrêt des avances directes aux États par les banques centrales¹² et par les difficultés d'accès

G2 Évolution de l'encours des titres publics

(en % du PIB)



Sources : Banque des États de l'Afrique centrale (BEAC), Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), UMOA-Titres.

aux marchés internationaux, notamment en périodes de crise. Ainsi, les premières émissions ont été enregistrées dans la CEMAC en 2011 alors que les pays de l'UEMOA émettent des titres publics dans la zone depuis le démarrage des activités de la BRVM en 1998. Concernant la CEMAC, l'encours des titres publics est passé de 51,6 milliards XAF en 2011 à 6413,1 milliards XAF en 2023. Sur la même période, il a progressé de 2 601,7 milliards XOF à 24 687 milliards XOF dans l'UEMOA.

Il ressort du graphique que les marchés domestiques de dette souveraine ont progressivement pris de l'importance dans le mode de financement des États en Afrique centrale et de l'Ouest.

En effet, à fin 2023, l'encours des titres publics a atteint 9,8 % du PIB dans la CEMAC (contre 1,0 % du PIB en 2015) et 20,4 % dans l'UEMOA (contre 9,3 % du PIB en 2015), témoignant d'un approfondissement notable de ces marchés. Le segment des adjudications est le plus dynamique dans les deux unions monétaires et les premières émissions étaient concentrées sur les opérations de court terme.

8 Cameroun, 14,2 %; RCA, 8,9 %; Tchad, 9,3 %; Congo, 12,8 %.

9 Burkina Faso, 28,4 %; Côte d'Ivoire, 26,9 %; Guinée-Bissau, 2,7 %; Mali, 26,3 %; Niger, 27,6 %; Sénégal, 22,6 %; Togo, 47,2 %.

10 Bourse régionale des valeurs mobilières de l'UEMOA (BRVM) ayant fait démarrer ses activités en 1998.

11 Le processus de développement des marchés de capitaux dans la CEMAC a été marqué par la création de la Bourse des valeurs mobilières de l'Afrique centrale (BVMAC) en 2003 et de la Douala Stock Exchange (DSX), Bourse nationale du Cameroun, en 2001. En 2019, la fusion institutionnelle et physique des deux entités a conduit à un seul marché régional.

12 Leur interdiction a été consacrée par les statuts de la BCEAO depuis 2010 et dans la CEMAC par la décision du Conseil d'administration du 4 juillet 2018 prise après avis conforme donné par le Comité ministériel du 27 mars 2018.

Enjeux et défis

Les émissions sur les marchés domestiques de dette souveraine auraient-elles aggravé l'éviction du crédit au secteur privé dans les unions monétaires d'Afrique centrale et de l'Ouest ?

Cependant, la part des obligations s'est fortement accrue, indiquant la volonté des pays d'augmenter la durée de leur dette afin de couvrir les besoins de financement structurels et élevés. Ainsi, la structure de l'encours du financement en 2023 est dominée par les obligations, qui représentent 80,9 % dans la CEMAC et 91,9 % dans l'UEMOA.

Facteurs de risques liés au développement des marchés des titres publics

La dépendance des États à l'égard du financement bancaire intérieur a été amplifiée par le durcissement des conditions financières à l'échelle mondiale,

notamment avec le relèvement des taux directeurs par les principales banques centrales pour atténuer les pressions inflationnistes enregistrées avec le conflit russo-ukrainien. La hausse de la dette publique intérieure s'est traduite par une part croissante de titres publics dans les emplois bancaires, ce qui accentue encore le lien entre les entités souveraines et les banques dans de nombreux pays, avec une dépendance de ces derniers acteurs à un modèle de portage très rentable. La persistance de cette situation laisse apparaître trois principaux risques, à savoir : i) l'instabilité du système financier ; ii) la dominance fiscale ; et iii) l'éviction du financement du secteur privé par la dette publique.

L'augmentation de la dette publique dans les emplois bancaires accroît l'exposition des banques aux risques de crédit, de taux d'intérêt et de refinancement,

surtout si la plus grande part de la dette publique détenue reflète une détérioration des finances publiques. En effet, lorsque les banques sont fortement exposées à la dette souveraine, la dégradation des finances publiques peut affecter la stabilité du système bancaire, notamment à travers : i) l'accumulation des arriérés, infligeant des pertes et augmentant les besoins de liquidité ; ii) la baisse des possibilités de refinancement¹³ auprès de la banque centrale, augmentant les coûts de financement et les besoins de liquidité ; et iii) le déclenchement d'une boucle de rétroaction négative, source endogène d'instabilité financière. S'agissant précisément de ce dernier volet, il conviendrait de préciser que l'investissement des banques dans les titres publics contribue à la résorption du choc en cas d'augmentation des besoins de financement de l'État. Toutefois, si le système bancaire réduit le crédit au secteur privé¹⁴ pour amortir ce choc, les déséquilibres budgétaires s'amplifieraient, aggravant

les effets du ralentissement de la croissance. Si l'ampleur des problèmes est telle que les banques ont besoin d'un soutien financier public, la solvabilité souveraine s'en trouverait encore érodée et les vulnérabilités du secteur financier, accrues.

Quant à la dominance fiscale, certaines banques détenant des parts importantes des titres publics¹⁵ dans leurs actifs reconstituent leur liquidité auprès des banques centrales grâce au mécanisme de refinancement en vigueur dans la CEMAC et dans l'UEMOA.

Le recours excessif de ces banques au refinancement peut limiter la capacité des banques centrales à procéder au relèvement de leurs principaux taux directeurs en cas de persistance des pressions inflationnistes, ou réduire le volume des injections dans le cadre de la régulation de la liquidité du système bancaire. En effet, les banques en situation de dépendance des ressources de la banque centrale répercuteraient toute hausse des taux dans les coûts des emprunts publics, alourdissant ainsi le montant du service de la dette des États. Par ailleurs, la fragilité de ces banques pourrait contraindre la banque centrale à leur fournir de la liquidité quand bien même le calibrage théorique de ses interventions sur le marché monétaire aurait une orientation contraire. Cette dernière situation se matérialiserait par un recours permanent des contreparties au refinancement de la banque centrale, notamment à travers le guichet de la facilité de prêt marginal.

En lien avec l'effet d'éviction, la hausse de la dette souveraine s'est traduite par une part croissante de titres publics dans les actifs des banques dans les deux unions monétaires.

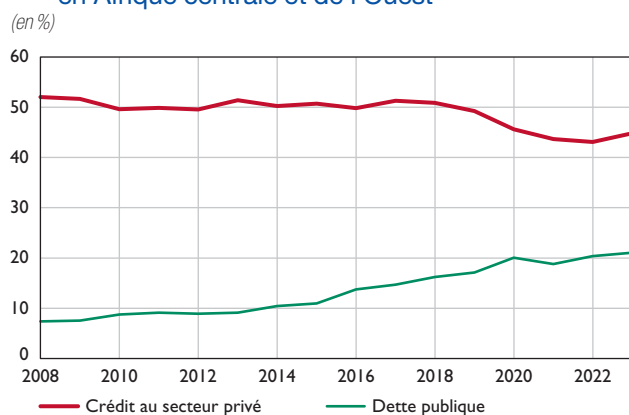
En effet, la part croissante de la dette souveraine dans les bilans des banques soulève des préoccupations quant à la disponibilité du crédit pour le secteur privé. Ainsi, le graphique laisse apparaître que l'augmentation de la dette publique dans les actifs bancaires se produit souvent en même temps qu'une diminution du crédit au secteur privé, particulièrement depuis 2018. Il y a lieu de préciser que l'encours des titres publics a presque doublé entre 2018 et 2019 dans la CEMAC, passant de 1 131,4 milliards XAF à 2 085,2 milliards.

¹³ La dégradation de la situation des finances publiques peut entraîner un déclassement de la note souveraine, induisant une augmentation des décotes appliquées aux titres publics dans le cadre du refinancement à la banque centrale ou des opérations de pension livrée.

¹⁴ En raison d'un profil risque-rendement plus mauvais.

¹⁵ Ces titres sont admis en garantie de refinancement auprès des banques centrales des deux unions monétaires.

G3 Évolution des parts du crédit au secteur privé et de la dette publique dans les actifs bancaires en Afrique centrale et de l'Ouest



Sources : Banque des États de l'Afrique centrale (BEAC), Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO).

2| Évaluation de la « gravité de l'effet d'éviction » en zones CEMAC et UEMOA

Cette section propose quelques explications théoriques de l'effet d'éviction et présente la méthodologie de calcul de l'indice utilisé pour apprécier la gravité de ce phénomène dans les unions monétaires CEMAC et UEMOA. En outre, en analysant la dynamique de l'indice élaboré, les principaux enseignements pour les pays d'Afrique centrale et de l'Ouest sont mis en évidence.

Quelques explications théoriques de l'effet d'éviction

Plus généralement, l'effet d'éviction fait référence à la réduction des prêts au secteur privé en raison de la détention de dette souveraine. Sur le plan macroéconomique, ce phénomène se caractérise par une baisse de l'investissement et de la consommation privée, qui serait provoquée par une hausse des dépenses publiques. Lié à l'origine à l'augmentation du taux d'intérêt résultant de l'intervention de l'État sur les marchés de capitaux, il a été élargi à plusieurs canaux de transmission, notamment le canal de taux d'intérêt et le canal des quantités.

La gravité de l'effet d'éviction tend à augmenter lorsque l'offre de dette publique s'accroît, car elle pourrait conduire à des taux d'intérêt plus élevés et/ou à une capacité réduite des banques à accorder du crédit. En effet, le financement des déficits budgétaires par les émissions de la dette se traduit généralement

par une hausse des taux d'intérêt. Dans ce contexte, les banques pourraient augmenter leur demande en titres publics pour suivre la hausse de l'offre des États et réduire leur propension à prêter au secteur privé. Ainsi, l'effet d'éviction réduit l'activité du secteur privé, et son incidence sur la croissance à long terme est plus prononcée si les ressources mobilisées ne sont pas utilisées pour des investissements productifs.

Les principales études sur l'effet d'éviction dans les pays en développement s'appuient sur des approches économétriques (Christensen, 2004 ; Emran *et al.*, 2009 ; Fayed, 2012 ; Shetta *et al.*, 2014 ; Makambi *et al.*, 2017). Cependant, il est souvent difficile d'expliquer comment l'accroissement de la dette publique, la baisse du crédit au secteur privé et l'augmentation du volume des titres publics dans le bilan des banques, dynamiques assez liées, influencent l'activité de prêt dans le système bancaire. Par ailleurs, ces études privilégient soit une analyse approfondie d'un seul pays, soit une analyse transnationale, mais pas simultanément l'ampleur de l'effet d'éviction intégrant ces deux dimensions.

Méthodologie de calcul de l'indice de « gravité de l'effet d'éviction »

Afin d'intégrer simultanément les dimensions nationale et transnationale dans l'analyse de l'effet d'éviction, cette étude se fonde sur l'indice de « gravité de l'effet d'éviction » (indice GEE) élaboré à partir des travaux de Schmidt et Zwart (2018) et Attout *et al.* (2022). L'indice est calculé sur une base annuelle sur la période de 2014 à 2023 en ce qui concerne les pays de la CEMAC et de l'UEMOA. Par rapport à d'autres approches d'évaluation de l'effet d'éviction, l'indice GEE permet des comparaisons entre les pays et dans le temps, tout en donnant un aperçu des facteurs sous-jacents qui favorisent une meilleure compréhension de ce phénomène. Il conviendrait d'indiquer que l'indice ne fournit pas une évaluation absolue de l'éviction, mais donne plutôt une indication sur l'ampleur relative du phénomène par rapport à la période d'étalonnage.

Selon l'indice GEE, l'effet d'éviction se renforce lorsque les émissions de dette publique augmentent, lorsque la demande de crédit du secteur privé croît ou que les décisions des banques en matière de prêts favorisent la dette publique. Les deux premiers facteurs reflètent la demande de financement bancaire émanant à

Enjeux et défis

Les émissions sur les marchés domestiques de dette souveraine auraient-elles aggravé l'éviction du crédit au secteur privé dans les unions monétaires d'Afrique centrale et de l'Ouest ?

la fois du secteur public et du secteur privé, de sorte que l'effet d'éviction augmente à mesure que la concurrence entre les deux secteurs s'intensifie. L'indice regroupe douze indicateurs, regroupés en trois sous-indices, liés à l'offre de dette publique, à la disponibilité de possibilités d'investissement dans le secteur privé et aux décisions des banques en matière de prêts. Les trois sous-indices ¹⁶

sont calculés comme la moyenne simple des indicateurs, et l'indice GEE est obtenu par leur moyenne simple. Le tableau présenté propose un récapitulatif des indicateurs et de leur impact sur la gravité de l'effet d'éviction.

¹⁶ Chaque sous-indice se compose de quatre indicateurs.

T1 Définition des indicateurs de calcul de l'indice de gravité de l'effet d'éviction (GEE)

Indicateur	Référence	Formule	Corrélation avec l'indice GEE
Offre de dette publique			
Encours dette publique intérieure	Transnational	$\frac{\text{Dette intérieure}_t}{\text{PIB nominal}_t}$	↑
Croissance dette publique intérieure	Spécifique à chaque pays	$\frac{\text{Dette intérieure}_t}{\text{PIB nominal}_t} - \frac{\text{Dette intérieure}_{t-1}}{\text{PIB nominal}_{t-1}}$	↑
Variation de l'accès à la dette extérieure	Spécifique à chaque pays	$\frac{\text{Dette extérieure}_t}{\text{Dette extérieure}_{t-1}} - \frac{\text{Dette intérieure}_t}{\text{Dette intérieure}_{t-1}}$	↓
Rendement réel des titres publics	Transnational	$\text{Rendement moyen}_t - \frac{\text{Inflation}_t + \text{Inflation}_{t+1}}{2}$	↑
Demande de crédit du secteur privé			
Croissance réelle	Transnational	$\frac{\text{PIB à prix constant}_t - \text{PIB à prix constant}_{t-1}}{\text{PIB à prix constant}_{t-1}}$	↑
Croissance attendue ^{a)}	Transnational	$\frac{\text{PIB à prix constant}_{t+1} - \text{PIB à prix constant}_t}{\text{PIB à prix constant}_t}$	↑
Qualité des infrastructures ^{b)}	Transnational	$IDIA_t$	↑
Changement dans la qualité des infrastructures	Spécifique à chaque pays	$IDIA_t - IDIA_{t-1}$	↑
Décisions des banques en matière de prêts			
Développement du secteur financier	Transnational	$\frac{\text{Encours crédit au secteur privé}_t}{\text{PIB nominal}_t}$	↓
Variation dans la composition du bilan	Spécifique à chaque pays	$\frac{\text{Encours crédit au secteur privé}_t}{\text{Total actif}_t} - \frac{\text{Encours crédit au secteur privé}_{t-1}}{\text{Total actif}_{t-1}}$	↓
Croissance de la taille du bilan	Spécifique à chaque pays	$\frac{\text{Total actif}_t - \text{Total actif}_{t-1}}{\text{PIB nominal}_t}$	↓
Marge d'intérêt ^{c)}	Transnational	$\text{Taux débiteur moyen banques}_t - \text{Rendement moyen titres publics}_t$	↑

a) Les PIB attendus sont des prévisions des éditions précédentes des Perspectives de l'économie mondiale (WEO, World Economic Outlook).

b) Mesurée à travers l'indice de développement des infrastructures africaines calculé par la Banque africaine de développement (BAfD).

c) Écart entre les taux débiteurs et le rendement moyen des titres publics.

Sources : FMI, BAfD.

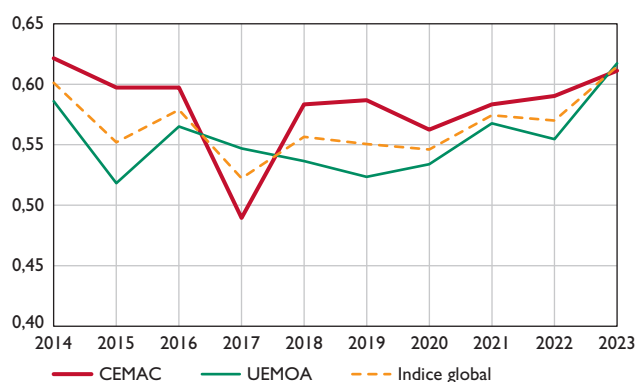
L'indice GEE est calibré sur la période 2004-2013, englobant à la fois les épisodes d'expansion économique rapide et de ralentissement. Pour chaque indicateur, la valeur est transformée en un score de 0 à 1 fondé sur les quintiles des données 2004-2013. En cas de corrélation positive avec l'effet d'éviction, les valeurs inférieures au premier quintile se voient attribuer un score de 0, celles qui sont inférieures au deuxième mais supérieures au premier quintile se voient attribuer un score de 0,25, et ainsi de suite jusqu'à un score de 1 pour le quintile le plus élevé. En cas de corrélation négative, les notes sont attribuées dans l'ordre inverse. Pour les indicateurs transnationaux, toutes les données sont mises en commun et les quintiles sont identiques pour tous les pays. Quant aux indicateurs spécifiques à un pays, chaque pays a des quintiles différents.

Principaux enseignements de l'indice de « gravité de l'effet d'éviction »

L'effet d'éviction a connu deux principales dynamiques dans les deux unions monétaires, la CEMAC affichant généralement des niveaux plus élevés que l'UEMOA, à l'exception des années 2017 et 2023 (cf. graphique 4). La première phase s'établit de 2014 à 2017, avec une tendance globale baissière, l'indice global passant de 0,6 à 0,52. Cette période coïncide avec la mise en œuvre des réformes incitant les États à privilégier le financement de marché aux emprunts bancaires et concours des banques centrales¹⁷. La baisse de l'indice observée en 2017 concorde avec la restructuration de la dette publique de plusieurs pays de la CEMAC dans le cadre des programmes économiques conclus avec le FMI. En effet, la mise en œuvre des réformes définies dans le cadre des programmes aurait favorisé l'amélioration des finances publiques, entraînant une baisse de l'effet d'éviction liée à l'offre de dette publique.

La deuxième phase commence en 2017, avec une tendance haussière de l'indice GEE atteignant une moyenne de 0,61 en 2023, ce qui représente un risque d'éviction plus élevé. Au cours de cette période, les pays de la CEMAC et de l'UEMOA ont fortement accru le volume de leurs émissions sur les marchés domestiques, notamment avec une meilleure appropriation du fonctionnement des marchés, le durcissement des conditions de financement à l'international et une hausse des besoins pour financer les plans de riposte à la crise Covid et atténuer les effets du conflit russo-ukrainien

G4 Dynamique de la gravité de l'effet d'éviction de 2014 à 2023



Source : Calculs de l'auteur.

sur leurs économies. En l'absence d'accroissement du soutien financier des partenaires internationaux à ces États, l'indice GEE devrait continuer à grimper en raison des difficultés économiques mondiales, de la guerre en Ukraine et des tensions sociopolitiques dans certains pays.

De manière spécifique, le Congo, la Guinée équatoriale et la RCA ont enregistré les niveaux les plus élevés de l'indice dans la CEMAC en 2023, alors que le Cameroun, le Gabon et le Tchad présentent des niveaux plus faibles de gravité d'effet d'éviction.

Les trois premiers sont des pays ayant enregistré de fortes croissances de l'encours de la dette publique émise sur le marché régional depuis 2019, ou bien des pays dans lesquels les décisions des banques en matière de prêts favorisent la dette publique. S'agissant particulièrement de la RCA, elle a régulièrement fait face à des crises sociopolitiques réduisant les demandes de crédit du secteur privé alors que les émissions de dette publique ont une tendance haussière. Le Congo et la Guinée équatoriale sont également caractérisés par leur forte dépendance aux recettes pétrolières¹⁸, la situation des finances publiques étant tributaire de la dynamique des cours mondiaux du pétrole. En effet, les politiques

¹⁷ Ces avances ont été supprimées dans la CEMAC en 2017, et le tirage était plafonné à 20 % des recettes budgétaires de l'année antérieure.

¹⁸ En 2022, en termes de part dans les recettes totales, les recettes pétrolières ont représenté 90,5 % en Guinée équatoriale et 72,8 % au Congo, contre 57,5 % au Tchad, 50,6 % au Gabon et 18,4 % au Cameroun, trois autres pays producteurs de pétrole dans la CEMAC.

Enjeux et défis

Les émissions sur les marchés domestiques de dette souveraine auraient-elles aggravé l'éviction du crédit au secteur privé dans les unions monétaires d'Afrique centrale et de l'Ouest ?

budgétaires sont fortement procycliques dans ces pays (Bikai, 2015), limitant leur capacité à répondre aux chocs négatifs, surtout en l'absence de réserves budgétaires suffisantes accumulées pendant les périodes de prix élevés du pétrole. Concernant le Cameroun et le Gabon, pays ayant émis des eurobonds (euro-obligations) au cours des dernières années, ils ont des expériences plus longues sur le marché domestique de dette souveraine, avec une bonne animation des réseaux de leurs spécialistes en valeurs du Trésor, contribuant à une meilleure diversification de la base des investisseurs. Cette situation favorise une réduction de la gravité de l'effet d'éviction malgré une offre de dette publique toujours forte. Quant au Tchad, pays producteur de pétrole, faisant également face à des chocs sécuritaires et des crises politiques et ayant un accès limité aux marchés financiers internationaux, l'effet d'éviction a été plus perceptible entre 2014 et 2016, l'indice variant de 0,65 à 0,73. Cependant, les nombreuses réformes mises en œuvre dans le cadre des programmes économiques avec le FMI, notamment celles qui visent à assainir les finances publiques et à renforcer la solidité du système bancaire, semblent avoir contribué à réduire la « gravité de l'effet d'éviction » dans ce pays.

Dans l'UEMOA, le Burkina Faso, la Guinée-Bissau, le Mali et le Togo sont des pays présentant des valeurs plus élevées de l'indice alors que la Côte d'Ivoire, le Bénin et le Sénégal enregistrent des niveaux faibles de « gravité d'effet d'éviction ». Les quatre premiers pays sont principalement caractérisés par des instabilités

politiques, impactant les demandes de crédit du secteur privé alors que les émissions de dette publique ont une tendance haussière. En effet, l'instabilité politique augmente le risque pays, concourant à la baisse des investissements privés et donc de la demande de crédit du secteur privé. En outre, l'augmentation du risque pays limite l'accès de l'État aux marchés financiers internationaux¹⁹, obligeant le gouvernement à dépendre des marchés domestiques de dette et des financements provenant d'institutions multilatérales ainsi que de certains partenaires bilatéraux. Il y a lieu d'indiquer que l'instabilité politique peut également induire une réduction des appuis financiers des bailleurs, surtout en cas de sanctions économiques, augmentant la « gravité de l'effet d'éviction » puisque le secteur bancaire reste alors la principale source de financement de l'État. Les trois autres, présentant des valeurs plus faibles de l'indice, sont des pays ayant accès aux marchés financiers internationaux²⁰, notamment avec des émissions d'eurobonds et d'obligations liées à la durabilité au cours des dernières années, limitant une forte pression sur les systèmes bancaires nationaux. En outre, ces pays sont relativement stables et enregistrent régulièrement de bonnes performances macroéconomiques²¹.

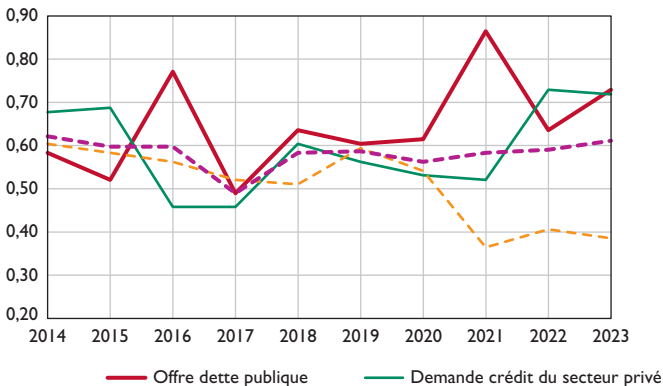
19 Sur la période d'étude, aucun de ces pays n'a émis de titres sur les marchés.

20 À fin 2023, plusieurs lignes d'eurobonds étaient non échues en Côte d'Ivoire (10), au Sénégal (5) et au Bénin (4).

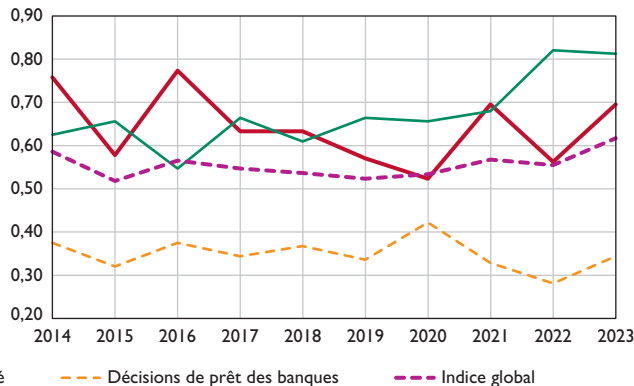
21 En 2023, comparativement aux autres pays de l'UEMOA ou à la moyenne régionale (-5,3%), le déficit budgétaire rapporté au PIB a été plus faible en Côte d'Ivoire (-5,2%), au Bénin (-4,5%) et au Sénégal (-4,9%). Par ailleurs, le taux de croissance a été plus élevé en Côte d'Ivoire (6,2%) et au Bénin (5,8%) que la moyenne régionale (4,9%).

G5 Décomposition de la gravité de l'effet d'éviction de 2014 à 2023

a) UEMOA



b) CEMAC



Source : Calculs de l'auteur.

De manière générale, l'émission de dette publique et les besoins de crédit du secteur privé font grimper l'indice GEE dans les deux zones.

En outre, comme les autorités publiques ont perdu l'accès aux marchés internationaux, leur dépendance à l'égard du financement local a encore augmenté, exacerbant ainsi l'éviction du crédit au secteur privé en 2023. Bien que les décisions des banques en matière de prêts indiquent une éviction du secteur privé en raison de la baisse des créances des établissements bancaires sur le secteur privé, la croissance continue de la taille de leur bilan signifie que les prêts au secteur privé ne cessent d'augmenter, ce qui compense l'effet d'éviction, particulièrement dans l'UEMOA sur toute la période et dans la CEMAC depuis 2019 (cf. graphique 5 *supra*). L'indice GEE montre que l'intérêt des banques pour la dette souveraine semble inchangé, malgré la détérioration de la solvabilité de nombreux emprunteurs souverains. En 2023, l'augmentation de la demande de crédit privé exerce une pression haussière sur l'indice.

Dynamique de l'indice de « gravité d'effet d'éviction » et approfondissement des marchés de dette souveraine

Les évolutions de la « gravité de l'effet d'éviction » et de l'approfondissement des marchés de dette souveraine ne sont pas indépendantes dans les deux unions monétaires, les coefficients de corrélation se situant autour de 0,5. En effet, les coefficients de corrélation linéaire entre l'indice GEE et l'encours des titres publics d'une part, ceux entre l'indice et l'encours des titres publics en pourcentage du PIB d'autre part, sont tous positifs et proches de 0,5, mais plus élevés dans la CEMAC²² (cf. tableau 2). Il conviendrait d'indiquer que les coefficients de corrélation calculés ici ne mesurent pas l'intensité de la liaison mais la prépondérance de la relation linéaire sur les variations internes des variables. Cependant, un coefficient de corrélation non nul indique généralement une relation de dépendance entre deux variables.

Au cours des dernières années, l'approfondissement des marchés domestiques de dette souveraine dans la CEMAC aurait aggravé l'effet d'éviction du crédit au secteur privé dans le système bancaire. En effet, la corrélation entre la gravité de l'effet d'éviction et l'encours de la dette rapporté au PIB s'élève à 0,45. En outre, en prenant l'encours des titres publics en

T2 Coefficients de corrélation entre l'indice de gravité de l'effet d'éviction (GEE) et l'approfondissement des marchés domestiques de dette souveraine

Variables	Coefficients de corrélation avec l'indice GEE
Encours titres publics dans la CEMAC	0,5681
Encours en pourcentage du PIB dans la CEMAC	0,4532
Encours titres publics dans l'UEMOA	0,4817
Encours en pourcentage du PIB dans l'UEMOA	0,4229

Source : Calculs de l'auteur.

niveau, ce coefficient s'établit à 0,57. Les valeurs de ces deux coefficients de corrélation suggèrent une relation positive modérée entre l'approfondissement du marché domestique de dette souveraine dans la CEMAC et la gravité de l'effet d'éviction des crédits au secteur privé.

Dans l'UEMOA, l'approfondissement des marchés domestiques de dette souveraine observé depuis 2014 aurait également contribué à l'accroissement de la gravité de l'effet d'éviction.

En effet, la corrélation entre la gravité de l'effet d'éviction et l'encours de la dette rapporté au PIB s'élève à 0,42. Ce coefficient s'établit à 0,48 en prenant l'encours des titres publics en niveau. Les valeurs obtenues pour ces deux coefficients de corrélation laissent penser à une relation positive modérée entre l'approfondissement du marché domestique de dette souveraine et la gravité de l'effet d'éviction des crédits au secteur privé dans la zone UEMOA. Il conviendrait de préciser que ces coefficients de corrélation sont moins élevés que ceux qui ont été obtenus dans la CEMAC.

*
**

Avec la hausse de la « gravité de l'effet d'éviction » dans plusieurs pays des unions monétaires de l'Afrique centrale et de l'Ouest, le secteur bancaire pourrait avoir du mal à jouer son rôle d'intermédiaire financier pour soutenir le développement économique et le processus d'approfondissement des marchés de capitaux engagé dans ces zones. Ces résultats mettent en évidence la nécessité de mettre en œuvre les mesures pouvant favoriser le financement des États

22 Les coefficients de corrélation ont été calculés sur la période 2017-2023, compte tenu de la rupture observée dans la dynamique de l'indice GEE en 2017.

Enjeux et défis

Les émissions sur les marchés domestiques de dette souveraine auraient-elles aggravé l'éviction du crédit au secteur privé dans les unions monétaires d'Afrique centrale et de l'Ouest ?

sur les marchés domestiques de dette, tout en limitant l'effet d'éviction, car les investissements publics et privés sont nécessaires pour stimuler une croissance soutenue et durable. À cet effet, il serait important de poursuivre l'élargissement de la base d'investisseurs, notamment par le renforcement de la culture financière, l'incitation des spécialistes des valeurs du Trésor à développer et à animer les marchés secondaires des valeurs du Trésor, ainsi qu'une meilleure application de la réglementation prudentielle en matière de concentration des risques sur des contreparties. Ainsi, les conditions d'attribution de pondérations nulles aux lignes pourraient être révisées par les superviseurs bancaires afin de laisser le marché discriminer le profil de risques des différents Trésors publics émetteurs. Par ailleurs, la notation régulière des différents États en monnaie nationale favoriserait une meilleure gestion de risque de contrepartie par les investisseurs sur les marchés domestiques de dette publique. De plus, l'assainissement budgétaire et les réformes structurelles permettraient d'orienter les financements publics vers des investissements productifs et de favoriser l'accès des pays aux marchés de capitaux internationaux. Concernant l'accroissement de l'incitation des banques à prêter au secteur privé, l'amélioration de la capacité des établissements de crédit à évaluer les risques et à surveiller leurs clients, y compris l'État, réduirait les risques perçus et faciliterait l'intermédiation financière. Enfin, en améliorant la gouvernance et la qualité des institutions, en aidant les clients à concevoir et à présenter des projets bancables, il serait également possible d'attirer les investisseurs et d'augmenter les prêts au secteur privé.

BIBLIOGRAPHIE

Attout (A.), Baldini (A.), Schmidt (V. F. de O.) et Zwart (S.) (2022)

Is crowding out of private sector credit inhibiting Africa's growth?, Banque européenne d'investissement (BEI).

Bikai (J. L.) (2015)

« Règles de surveillance multilatérales et procyclicité de la politique budgétaire dans la zone CEMAC », *BEAC Working Papers*, n° 07/15.

Cabrillac (B.) et Rocher (E.) (2009)

« Les marchés de titres de la dette publique dans les pays africains en développement : évolution récente et principaux défis », *Bulletin de la Banque de France*, n° 176, p. 33-45.

Christensen (J.) (2004)

« Domestic debt markets in Sub-Saharan Africa », *IMF Working Papers*, n° 46, FMI, mars.

De Serres (A.), Kobayakawa (S.), Sløk (T. M.) et Vartia (L.) (2006)

« Regulation of financial systems and economic growth », *OECD Working Papers*, n° 506, Département des affaires économiques de l'OCDE, août.

Dittmar (R. F.) et Yuan (K.) (2008)

« Do sovereign bonds benefit corporate bonds in emerging markets? », *The Review of Financial Studies*, vol. 21, n° 5, septembre, p. 1983-2014.

Emran (M. S.) et Farazi (S.) (2009)

« Lazy banks? Government borrowing and private credit in developing countries », *Institute for International Economic Policy Working Paper Series*, n° 9, juin.

Fayed (M. E.) (2012)

« Crowding out of public borrowing: The case of Egypt », *International Research Journal of Finance and Economics*, n° 107, p. 1-11.

Magnan-Marionnet (F.) (2016)

« Les émissions de titres de dette souveraine en zone Franc : évolutions, enjeux et principaux défis en UEMOA et dans la CEMAC », *Techniques financières et développement*, n° 123, p. 39-50.

Makambi (S.), Muhindi (R.) et Nduku (G.) (2017)

« Influence of bank lending to the government on private sector credit in Kenya: A fiscal deficit specification », *Working Paper Series*, n° 2, Kenya Bankers Association Centre for Research on Financial Markets and Policy.

Mbeng Mezui (C.) (2014)

« Approfondir les marchés africains des capitaux pour le financement des infrastructures », *Revue d'économie financière*, vol. 4, p. 165-176.

Mu (Y.), Philips (P.) et Stotsky (J. G.) (2013)

« Bond markets in Africa », *IMF Working Papers*, n° 13/12, FMI, janvier.

Schmidt (V. F. de O.) et Zwart (S.) (2018)

« Ready for the recovery? How crowding out by public debt affects lending to the private sector across Africa », *Banking in Africa: Delivering on Financial Inclusion, Supporting Financial Stability*, Banque européenne d'investissement (BEI).

Shetta (S.) et Kamaly (A.) (2014)

« Does the budget deficit crowd-out private credit from the banking sector? The case of Egypt », *Topics in Middle Eastern and African Economies*, vol. 16, n° 2, Département d'Économie, Université américaine du Caire, septembre.

Enjeux et défis

Les émissions sur les marchés domestiques de dette souveraine auraient-elles aggravé l'éviction du crédit au secteur privé dans les unions monétaires d'Afrique centrale et de l'Ouest ?

ANNEXE : DYNAMIQUE DE LA GRAVITÉ DE L'EFFET D'ÉVICTION DANS LES PAYS DE LA CEMAC ET DE L'UEMOA DE 2014 À 2023

Pays	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Bénin	0,60	0,58	0,50	0,56	0,52	0,48	0,50	0,54	0,48	0,46
Burkina Faso	0,52	0,50	0,54	0,52	0,63	0,60	0,54	0,65	0,52	0,67
Cameroun	0,75	0,52	0,67	0,54	0,58	0,65	0,52	0,58	0,56	0,52
République centrafricaine (RCA)	0,60	0,58	0,42	0,42	0,42	0,42	0,46	0,58	0,65	0,60
Tchad	0,71	0,73	0,65	0,44	0,56	0,63	0,54	0,52	0,44	0,56
Congo	0,60	0,48	0,50	0,58	0,56	0,60	0,58	0,63	0,67	0,69
Côte d'Ivoire	0,54	0,44	0,50	0,48	0,48	0,54	0,48	0,56	0,48	0,52
Guinée équatoriale	0,48	0,60	0,60	0,54	0,71	0,67	0,67	0,60	0,65	0,73
Gabon	0,58	0,67	0,75	0,42	0,67	0,56	0,60	0,58	0,58	0,56
Guinée-Bissau	0,60	0,77	0,79	0,60	0,56	0,42	0,65	0,67	0,65	0,71
Mali	0,50	0,35	0,58	0,48	0,65	0,60	0,60	0,48	0,58	0,71
Niger	0,71	0,52	0,56	0,71	0,52	0,52	0,48	0,48	0,63	0,63
Sénégal	0,60	0,50	0,48	0,48	0,44	0,50	0,50	0,56	0,46	0,58
Togo	0,60	0,48	0,56	0,54	0,50	0,52	0,52	0,60	0,65	0,67
CEMAC	0,62	0,60	0,60	0,49	0,58	0,59	0,56	0,58	0,59	0,61
UEMOA	0,59	0,52	0,57	0,55	0,54	0,52	0,53	0,57	0,55	0,62
Indice global	0,60	0,55	0,58	0,52	0,56	0,55	0,55	0,57	0,57	0,61