

RAPPORT SUR L'ANALYSE DE VIABILITE DE LA DETTE DE MADAGASCAR

Rapport sur l'Analyse de Viabilité de la Dette de Madagascar

<i>Madagascar – Résultat de l'Analyse de Viabilité de la Dette élaborée par le pays en 2023</i>	
Risque de surendettement extérieur :	Modéré
Risque global de surendettement :	Modéré
Granularité ¹ dans l'évaluation du risque :	Existence d'une marge d'absorption raisonnable pour tous les ratios d'endettement
Application de jugement ² :	Non

Des rapports publiés par l'Organisation des Nations Unies (ONU) aux analyses publiées par la Banque Mondiale, la Banque Africaine de Développement (BAD) et le Fonds Monétaire International (FMI) et aux autres revues économiques ; tous sont du même avis que l'économie mondiale est actuellement sujette à des « forces contraires ». D'une part, elle bénéficie des divers plans de relance et de la baisse des prix des matières premières ; alors que d'autre part, elle reste confrontée à un resserrement de la politique monétaire et à un durcissement des conditions de crédit. En plus, elle doit évoluer dans un contexte d'inflation sous-jacente persistante alors qu'elle peine encore à rester résiliente au changement climatique.

Le bilan est tel que la Banque Mondiale estime qu'à fin 2024, les niveaux de PIB dans les économies émergentes et en développement resteront inférieurs d'environ 6,0% aux prévisions antérieures à la pandémie. Toutefois, les études effectuées par la BAD montrent que l'économie africaine reste résiliente malgré qu'elle soit confrontée à ces forces contraires. En effet, selon cette institution, la croissance économique de l'Afrique devrait dépasser celle du reste du monde au cours de la période 2023-2024 ; avec un PIB réel d'environ 4,0% en moyenne. Néanmoins, tous s'accordent à dire qu'une action politique globale est indispensable pour renforcer la stabilité macroéconomique et financière mondiale. Ce, sans perdre de vue la lutte contre le changement climatique.

C'est d'ailleurs dans ce sens que lors de ses participations aux différents colloques et forums internationaux, notamment ceux relatifs à la refonte de l'architecture financière internationale pour l'atteinte des Objectifs de Développement Durable (ODD), Madagascar a adhéré à la recommandation d'amélioration de la gouvernance institutionnelle afin de permettre la mobilisation de tout type de financement pour la reprise économique mondiale. Les ressources devraient provenir non seulement des gouvernements et des partenaires de développement mais aussi, et surtout, du secteur privé. Il faudrait en outre mobiliser des instruments de financements innovants, à l'épreuve des changements climatiques et des pandémies (green bonds, climate change bonds, etc.) et œuvrant pour la satisfaction des besoins fondamentaux (nutrition : food bonds, santé : health bonds, éducation : education bonds, etc.). Autant de financements à mobiliser pour une relance économique effective alors que l'on constate déjà une forte envolée de la dette publique mondiale. Ce qui est plutôt paradoxal car le principal défi actuel est de

¹ Dans la granularité, il s'agit d'examiner si un pays améliore ou aggrave sa situation dans le temps. La granularité permet d'utiliser des signaux avancés de situations futures de risque élevé ou de situation de surendettement en calculant les indicateurs d'endettement en pourcentage de leurs seuils respectifs.

² Un jugement est utilisé lorsque l'interprétation mécanique des résultats de l'AVD ne suffit pas du fait de l'existence de pics ou de « borderline case ».

sortir les pays d'un contexte de faible croissance et de dette élevée. Pourtant, il s'avère une fois de plus que pour booster la croissance, il faudra encore plus s'endetter.

A l'aune du reste du monde, Madagascar est également appelé à mobiliser diverses ressources pour assurer le financement de sa relance économique et de son développement. Toutefois, dans son endettement, l'Etat doit agir prudemment de manière à ne pas s'endetter sans atteindre les objectifs de croissance voulus. Le présent rapport sur l'analyse de viabilité de la dette (AVD), annexé à la Loi de Finances 2024, contribue au renforcement des dispositifs de gestion de la dette de l'Etat et sert d'alerte pour limiter les risques d'occurrence de crise de la dette. Considérant à la fois les projections macroéconomiques et les prévisions de financement sur une période maximale de vingt ans, le présent rapport AVD dresse le niveau de risque de surendettement du pays à fin 2023 en tenant compte de la projection des indicateurs d'endettement extérieur et public de Madagascar sur les dix (10) prochaines années (2024-2034).

1- Champ de couverture

Le champ de couverture de la présente analyse comprend la dette extérieure du Gouvernement Central et privée, la dette intérieure du Gouvernement Central et la dette garantie par l'Etat.

Concernant la dette extérieure, les décaissements au titre de la Facilité Elargie de Crédit (FEC) accordée par le FMI dans le cadre du Programme 2021-2024 ont été ajoutés à la dette extérieure du Gouvernement Central étant donné que la BFM les a rétrocédés en devise à l'Etat.

A la dette intérieure ont été intégrés les passifs de la JIRAMA et de la Compagnie Air Madagascar pour la période 2021-2023. Leurs passifs ont été estimés linéairement compte tenu de leurs états financiers de 2014 à 2021. Les chocs relatifs aux éventuelles concrétisations des passifs contingents relatifs aux Projets hydroélectriques Sahofika, Volobe et au Projet Ravalala Airports, tous les trois structurés en mode PPP, ont été intégrés puisqu'ils représentent 8,2 % du PIB en 2023.

2- Portefeuille de la dette

A fin 2023, le stock de la dette publique et de la dette garantie par l'Etat est estimé à 7 637,1 millions USD (49,2% du PIB) contre 6 866,3 millions USD en 2022 (40,9% du PIB). La dette extérieure publique et garantie par l'Etat représente 71,5% du portefeuille, soit 5 463,9 millions USD (35,2% du PIB) en 2023 contre 4 683,8 millions USD (27,9% du PIB) en 2022. Elle est majoritairement constituée par des prêts concessionnels, soit 83,4%. L'encours de la dette intérieure publique et garantie par l'Etat à fin 2023 s'élève à 2 173,2 millions USD (14,0% du PIB) et représente 28,5% du portefeuille contre 2 182,4 millions USD (13,0% du PIB) en 2022. L'encours de la dette intérieure à fin 2023 est constitué à 97,4% par des instruments dont la maturité est supérieure ou égale à 1 an. Néanmoins, dans les dix prochaines années, le stock de la dette publique est estimé en moyenne à 44,0% du PIB.

3- Hypothèses macroéconomiques

A l'instar du reste du monde, Madagascar n'a pas été épargné par le ralentissement de la croissance mondiale observée durant la période 2022-2023. Les répercussions de la hausse des prix de l'énergie ainsi que le resserrement des conditions financières se sont matérialisés en un ralentissement de l'activité économique ; faisant que le taux de croissance économique mondial est passé de 3,5% en 2022 à 3,0% en 2023. La croissance de Madagascar, quant à elle, est passée de 4,3% en 2022 à 4,0% en 2023.

La trajectoire macroéconomique de Madagascar pour les cinq (05) prochaines années se caractériserait par :

- Une reprise de la croissance en 2024, avec un taux de croissance réelle de 4,5%. Une reprise, qui semble pourtant ne pas atteindre la croissance potentielle puisqu'en limitant la hausse des prix, l'on pourrait également subir un ralentissement de la demande globale. Avec une baisse progressive de l'inflation, passant de 7,8% en 2023 à 6,5% en 2024 et 5,5% en moyenne de 2025 à 2028 ; le PIB réel progresserait de 5,6% en 2025, atteindrait 7,1% en 2027 et maintiendrait le cap en 2028 avec un taux de 7,6%.
- Une amélioration du taux de pression fiscale, estimé à 12,9% en 2024, et à 14,6% en moyenne pour les quatre (04) années suivantes, il est estimé que le solde primaire rapporté au PIB serait excédentaire de 0,5% en 2024 et resterait excédentaire de 1,6% en moyenne de 2025 à 2028. Maintenir un tel niveau d'excédent primaire permettra in fine de stabiliser l'endettement et d'éviter que l'on ne tombe dans une spirale d'endettement non viable.
- Une amélioration continue de la balance des transactions courantes, qui croîtrait progressivement à partir de 2024 ; en passant de -3,8% à -3,3% en 2025 et atteindrait -3,2% en 2026. La nette remontée du déficit courant jusqu'à, un certain point, atteindre un excédent courant, serait notamment due à l'amélioration du solde commercial si les transferts courants sont prévus décroître pour les cinq (05) prochaines années.

4- Résultats de l'AVD

Les résultats de l'AVD 2023 sont repris dans le tableau ci-après :

Risque de surendettement extérieur :	Modéré
Risque global de surendettement :	Modéré

Il y est montré que bien que le fardeau de la dette de Madagascar s'est alourdi, le risque de surendettement extérieur et global est maintenu à un niveau « modéré ». Néanmoins, les résultats obtenus ont montré que le pays reste très exposé aux chocs liés à la dépréciation du taux de change et à la hausse des taux d'intérêt.

Des risques qui devront être alarmants puisque le maintien des taux d'intérêt américains et européens à un niveau élevé pèse non seulement sur le coût des emprunts mais aussi sur la valeur de l'Ariary par rapport aux devises fortes ; ce alors que Madagascar est déjà fortement dépendant des importations. L'affaiblissement de l'Ariary aura indubitablement un impact non négligeable sur la dette publique. Ces chocs extérieurs, risquant d'être persistants, un rééquilibrage des finances publiques pourrait permettre de limiter les déséquilibres extérieurs et de juguler l'accroissement de la dette lié à la dépréciation de l'Ariary.

4.1. AVD Extérieure :

A fin 2023, le risque de surendettement extérieur est maintenu à un niveau « modéré ». En effet, les résultats de l'analyse ont montré que les ratios de viabilité restent en dessous de leurs seuils respectifs durant toute la période de projection dans le cadre du scénario de base.

Toutefois, dans le cadre des scénarios de chocs, les ratios valeur actuelle de la dette extérieure/PIB et valeur actuelle de la dette extérieure/exportations dépasseraient leurs seuils en 2026. Tous ces dépassements seraient dus à un choc sur les exportations.

- Le dépassement du ratio valeur actuelle de la dette extérieure/PIB pourrait s'expliquer par le fait que dans une certaine mesure, la croissance de Madagascar est tirée par les exportations. En conséquence, une fragilité de la croissance s'installe au fur et à mesure de la détérioration des recettes à l'exportation. Il est d'ailleurs constaté que le précédent choc sur les prix des matières premières exportées par le pays s'est transmis graduellement sur la croissance.

Pour éviter le dépassement de ce seuil, dans le cadre du scénario de base, l'Etat devrait être prudent dans sa politique d'emprunt et faire en sorte que l'endettement public n'entrave pas la croissance économique au lieu de la soutenir. Ceci est d'autant plus probable dès lors que l'Etat s'endettera encore plus pour atteindre ses objectifs de croissance pour les prochaines années.

- Le dépassement du ratio valeur actuelle de la dette extérieure/exportations pourrait être dû à une baisse de la demande globale. Laquelle est toutefois prévue rebondir, mais timidement, en 2024. Il pourrait également être notamment dû à la forte sensibilité des exportations de Madagascar aux fluctuations des prix des matières premières sur le marché international. En effet, s'il est prévu que les prix des matières premières chuteront de 21,0% en 2023, et resteront globalement stables en 2024 ; il n'est pas certain que ce sera effectivement le cas étant donné les multiples risques auxquels fait actuellement face l'économie mondiale (stagflation, marché énergétique sous tension, réduction des échanges commerciaux, menace d'une nouvelle crise financière aux Etats-Unis, etc.).

Tel choc sur les exportations serait d'autant plus à craindre au cas où les importations de biens et services reprendraient de manière plus soutenue causant ainsi un creusement du solde du compte courant au lieu d'une amélioration de ce dernier, telle que prévue dans les hypothèses macroéconomiques retenues pour la présente AVD.

Ainsi, afin d'éviter que ces ratios ne dépassent leurs seuils respectifs dans le cadre du scénario de base, il est primordial (i) de procéder à une diversification des produits exportés, (ii) d'élargir le marché en ciblant les pays émergents comme l'Inde par exemple et (iii) de développer le potentiel industriel du pays via la substitution de certains produits importés par des produits locaux.

4.2. AVD Publique :

Quant au risque de surendettement public, le scénario de base montre qu'au stade actuel de l'évolution du ratio valeur actuelle de la dette publique/PIB, sous réserve de l'atteinte des projections macroéconomiques susmentionnées, le seuil ne serait pas dépassé dans les dix (10) prochaines années. D'où le maintien du risque de surendettement public à un niveau « modéré ». Cependant, les tests de sensibilité révèlent que s'il y a un choc sur la croissance du PIB réel, se matérialisant par un ralentissement considérable de la croissance économique, contrairement à ce qui était prévu, le ratio valeur actuelle de la dette publique/PIB dépasserait son seuil en 2027.

La solvabilité de l'Etat en matière de remboursement de ses emprunts publics est mesurée par le ratio service de la dette publique/recettes. Concernant ce ratio, l'AVD publique montre que ce ratio est sensible à un choc sur la croissance du PIB réel et qu'il ne cesserait d'augmenter d'année en année jusqu'en 2026. Après 2026, il connaîtrait une baisse progressive au fil des quatre années suivantes (jusqu'en 2030). L'accroissement de ce ratio, durant les trois prochaines années, pourrait être expliqué par une augmentation des recettes publiques moins importante que celle du service de la dette publique totale. A contrario, la baisse progressive qui s'en suit pourrait être le résultat (i) de la hausse du taux de pression fiscale, et (ii) d'un éventuel cycle de désendettement graduel suite au cycle d'endettement estimé adéquat à l'atteinte d'un taux croissance réel de 7,1% en 2027.

5- Recommandations

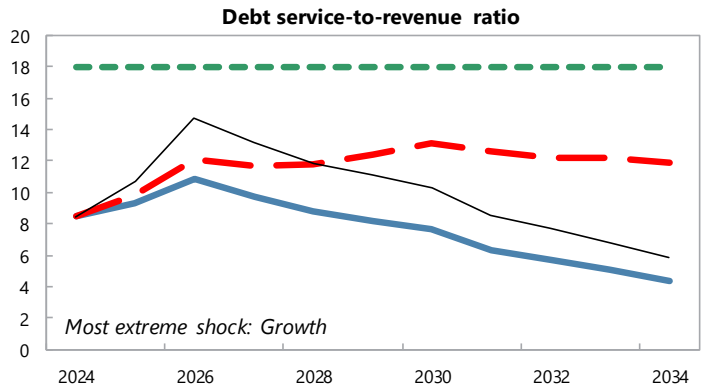
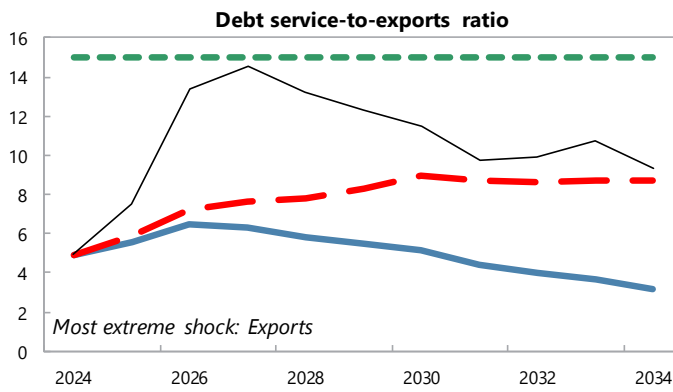
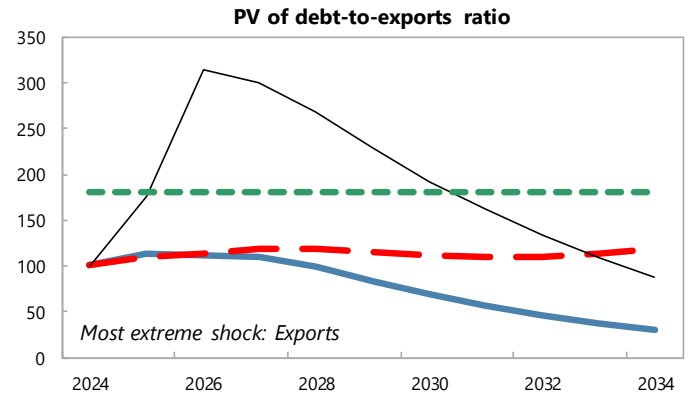
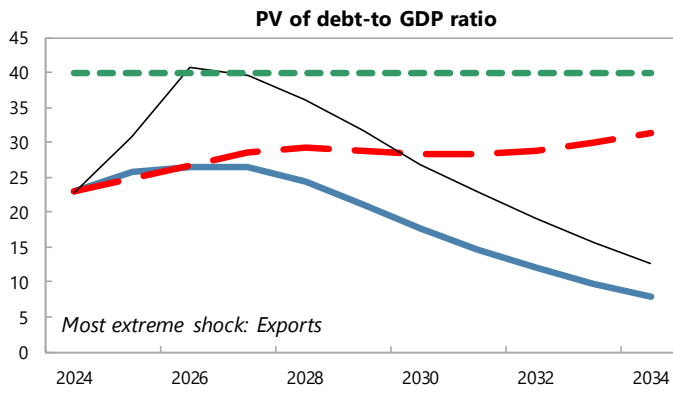
La survenue des antérieures crises de la dette dans différents pays a fait ressortir l'importance d'une politique d'endettement prudente et la nécessité d'une politique macroéconomique claire et robuste. La gestion de la dette doit en effet s'inscrire dans un cadre macroéconomique au sein duquel l'on veille à ce que tant le niveau que le rythme de croissance de l'endettement public restent sur une trajectoire viable, cohérente avec la performance macroéconomique.

Dans un contexte d'assombrissement des perspectives économiques mondiales pour l'année 2024, où un durcissement des conditions financières mondiales et une éventuelle faiblesse de la demande extérieure pourraient peser sur l'activité des économies en développement comme Madagascar, il est primordial d'éviter toutes pratiques risquées de gestion de la dette. Par pratiques risquées, l'on entend (i) la contraction d'emprunts imprudents non conformes aux directives de la Stratégie de la Dette à Moyen Terme, et (ii) la contraction d'emprunts inadéquats aux objectifs de croissance. A cet égard, une plus forte attention doit être portée sur la structuration des prêts à contracter (maturité, taux d'intérêt, devise). L'on devrait privilégier les emprunts à moindre risque et moins coûteux ; prioriser les projets à financer sur emprunts – que ces projets soient à forte rentabilité, à fort impact sur la population et dont la réalisation aura effectivement un effet multiplicateur sur la croissance économique.

Enfin, dans ce plaidoyer d'endettement public efficace, l'on ne pourrait maintenir une trajectoire viable de la dette sans qu'il y ait :

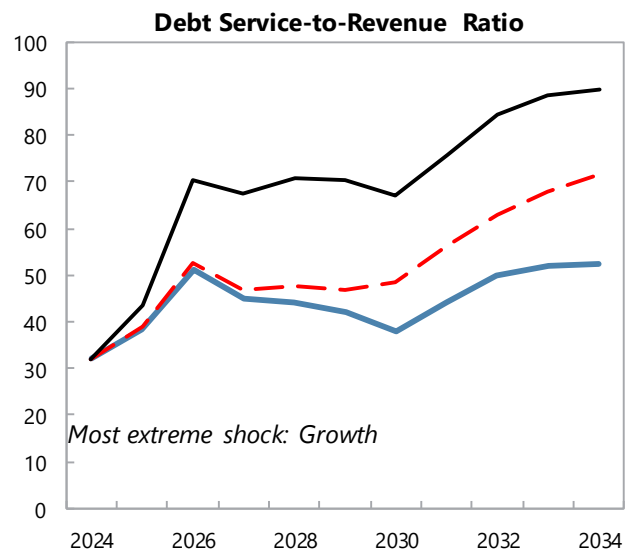
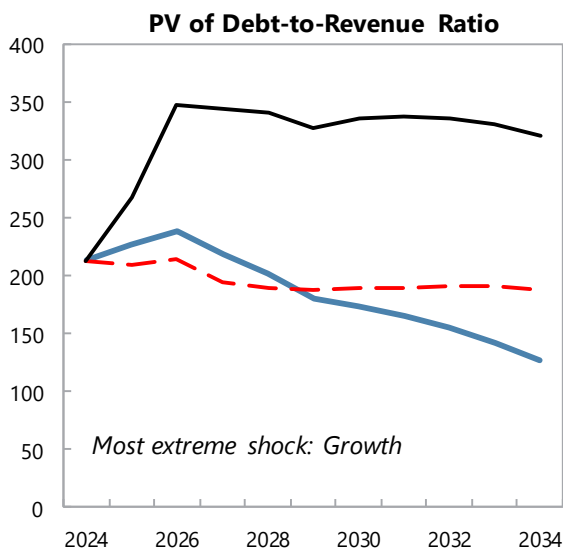
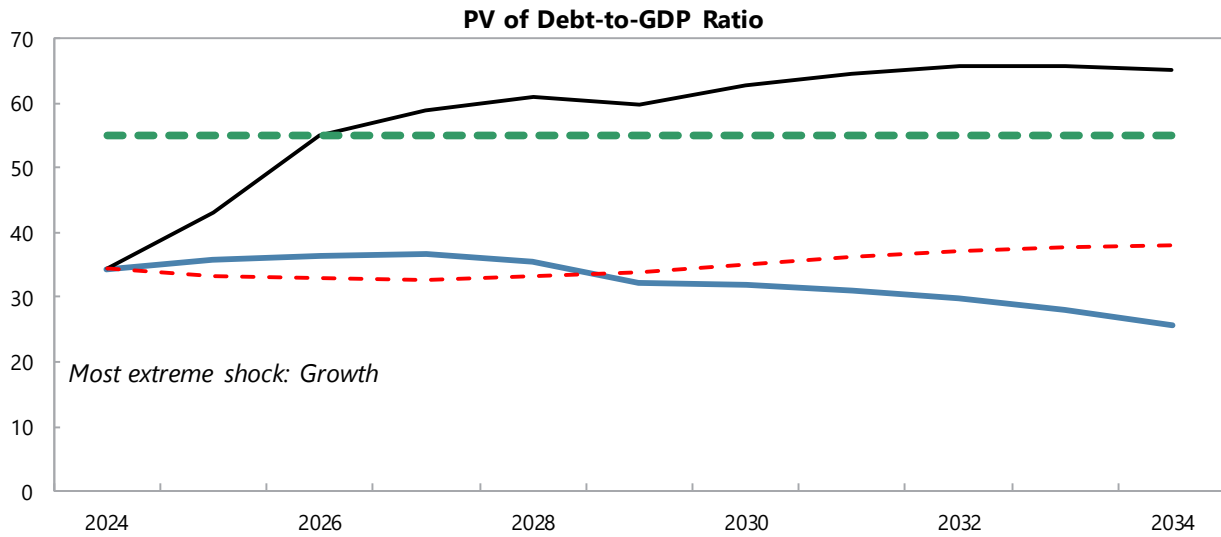
- (i) un renforcement des réformes de gouvernance et d'amélioration de la gestion des finances publiques accompagnées d'une meilleure efficacité des investissements publics financés par la dette publique.
- (ii) une coordination des actions de politique budgétaire et monétaire combinées à la recherche de moyens innovants de mobilisation des ressources locales afin d'accroître la capacité financière de l'Etat, voire à plus long terme de créer un espace fiscal destiné à l'investissement dans des secteurs cibles de lutte contre la pauvreté.
- (iii) un suivi des passifs conditionnels de l'Etat (notamment, ceux découlant de la situation financière de la JIRAMA et de la Compagnie Air Madagascar, et ceux associés aux projets de Partenariat Public Privé-PPP) afin que leur éventuelle matérialisation ne crée ni une instabilité budgétaire ni une aggravation du niveau d'endettement du pays.

Figure 1 : Indicateurs d'endettement extérieur suivant différents scénarios (2024-2034)



— Baseline
 - - - Historical scenario
 — Most extreme shock 1/
 - - - Threshold

Figure 2 : Indicateurs d'endettement public suivant différents scénarios (2024-2034)



— Baseline
 - - - - TOTAL public debt benchmark

— Most extreme shock 1/
 - - - - Historical scenario

Tableau 1 : Analyse de sensibilité des indicateurs de la dette extérieure contractée ou garantie par le Gouvernement central (en pourcentage)

	Projections 1/										
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
PV of debt-to GDP ratio											
Baseline	23	26	27	26	24	21	18	15	12	10	8
A. Alternative Scenarios											
A1. Key variables at their historical averages in 2024-2034 2/	23	25	27	28	29	29	28	28	29	30	31
B. Bound Tests											
B1. Real GDP growth	23	30	36	36	33	28	24	20	16	13	11
B2. Primary balance	23	26	28	28	26	23	19	16	13	11	9
B3. Exports	23	31	41	39	36	32	27	23	19	16	13
B4. Other flows 3/	23	27	30	29	27	24	20	17	14	11	9
B5. Depreciation	23	32	31	31	29	25	21	17	14	12	9
B6. Combination of B1-B5	23	33	37	36	34	29	25	21	17	14	11
C. Tailored Tests											
C1. Combined contingent liabilities	23	30	32	32	30	26	22	19	16	13	11
C2. Natural disaster	23	31	32	32	30	27	23	19	16	14	12
C3. Commodity price	23	26	28	28	26	22	19	16	13	11	9
C4. Market Financing	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Threshold	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
PV of debt-to-exports ratio											
Baseline	101	113	112	110	99	84	69	57	46	37	30
A. Alternative Scenarios											
A1. Key variables at their historical averages in 2024-2034 2/	101	110	113	118	118	115	111	110	111	114	119
B. Bound Tests											
B1. Real GDP growth	101	113	112	110	99	84	69	57	46	37	30
B2. Primary balance	101	116	119	117	105	90	75	62	51	41	33
B3. Exports	101	176	315	301	268	230	193	162	135	109	88
B4. Other flows 3/	101	119	126	122	110	94	78	64	53	43	34
B5. Depreciation	101	113	106	104	94	79	65	53	43	35	28
B6. Combination of B1-B5	101	151	130	186	167	142	118	98	80	65	52
C. Tailored Tests											
C1. Combined contingent liabilities	101	133	134	133	120	103	86	72	60	49	41
C2. Natural disaster	101	137	139	137	124	108	91	77	64	54	45

