

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 sauf pour le ratio valeur actuelle de la dette extérieure/exportations qui n'a qu'une marge très limitée pour absorber les chocs.
Application de jugement ² :	Non

Quatre années après la survenue de la pandémie de COVID-19 et des bouleversements qui en ont découlé, suivie du conflit russo-ukrainien, et auxquels se sont rajoutés inflation, resserrement des conditions financières mondiales et durcissement monétaire, l'économie mondiale montrerait des signes de stabilisation. Une stabilité qui ne serait toutefois pas réjouissante du fait que les prévisions de croissance économique ne restent non seulement en dessous de leur niveau d'avant 2020, mais aussi qu'elles demeurent préoccupantes pour les pays les plus vulnérables. En effet, la baisse des investissements, le ralentissement de la dynamique du commerce mondial et la persistance de l'inflation sous-jacente constatés courant année 2024, laissent présager un nouveau ralentissement de la croissance économique mondiale et notamment celle des pays en développement.

Particulièrement pour les pays en développement, alors qu'ils devront déjà assurer le service de leur dette, face (i) à une demande globale restreinte limitant ainsi leurs recettes d'exportation et (ii) à la survenue de catastrophes naturelles coûteuses, ils devront prendre les mesures nécessaires à l'atteinte des objectifs de développement durable (ODD). Ces mesures consistent entre autres en la prise de mesures incitatives à l'investissement public et privé. Ce, étant donné que l'investissement public promeut l'investissement privé et qu'in fine les deux, combinés, conduisent à la croissance économique. Pourtant, il faut noter que depuis la dernière crise financière mondiale, l'investissement public dans les économies en développement a diminué de moitié pour tomber en moyenne à 5% par an au cours de la dernière décennie. Une situation de sous-investissement chronique qui est de plus exacerbée par la hausse persistante des taux d'intérêts aux dépens d'une forte pression sur les budgets publics et privés.

Pour le continent africain, le déficit de financement pour ses investissements stratégiques à l'atteinte des ODD est estimé à environ 402 milliards USD par an jusqu'en 2030. Ce qui ne saurait être compensé uniquement par une politique monétaire mondiale expansionniste, mais surtout par une réforme de l'architecture financière mondiale. Cette dernière devrait permettre l'allocation équitable, durable et inclusive des ressources, primordiales au financement de la croissance et du développement durable face aux impacts du changement climatique.

A cet effet, Madagascar, à l'instar d'autres pays, devrait pouvoir mobiliser, dans la limite de ses besoins en investissement, (i) des instruments de financements innovants (obligations

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 ».

souveraines indexées, obligations thématiques, conversion de créances en programmes de développement), à l'épreuve du changement climatique et (ii) et d'autres financements du secteur public de développement à des conditions de financement plus abordables. Le but est de pouvoir investir à court et moyen terme dans la croissance, puis à long terme dans la résilience, gage de développement. Ce qui est d'ailleurs en ligne avec le nouveau pacte financier mondial lequel devrait poser les bases d'un système financier international renouvelé au sein duquel aucun pays n'ait à choisir entre la réduction de la pauvreté, la lutte contre le dérèglement climatique et la préservation de la biodiversité.

Ceci étant, considérant les besoins de financement de l'Etat pour les vingt prochaines années, on peut s'interroger sur la soutenabilité de la dette à l'aune de la nouvelle donne économique (inflation forte, et dont on suppose qui va perdurer jusqu'en 2025, taux à court terme et à long terme ayant entamé leur remontée), le présent rapport sur l'analyse de viabilité de la dette (AVD), annexé à la Loi de Finances 2025 dresse le niveau de risque de surendettement du pays à fin 2024 en tenant compte de la projection des indicateurs d'endettement extérieur et public de Madagascar sur les dix prochaines années (2025-2035).

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 2022-2024. Leurs passifs ont été estimés linéairement compte tenu de leurs états financiers de 2014 à 2022. Les chocs relatifs aux éventuelles concrétisations des passifs contingents relatifs aux Projets hydroélectriques Sahofika, Volobe et au Projet Ravinala Airports, tous les trois structurés en mode PPP, ont été intégrés puisqu'ils représentent 7,89 % du PIB en 2024.

2- Portefeuille de la dette

A fin 2024, le stock de la dette publique et de la dette garantie par l'Etat est estimé à 10 147,11 millions USD (57,4% du PIB) contre 8 102,89 millions USD en 2023 (51,1% du PIB). La dette extérieure publique et garantie par l'Etat représente 65,2% du portefeuille, soit 6 619,07 millions USD (38,5% du PIB) en 2024 contre 4 955,03 millions USD (32,2% du PIB) en 2023. Elle est majoritairement constituée par des prêts concessionnels, soit 81,5%. L'encours de la dette intérieure publique et garantie par l'Etat à fin 2024 s'élève à 3 528,04 millions USD (18,9% du PIB) et représente 34,8% du portefeuille contre 3 147,86 millions USD (18,8% du PIB) en 2023. L'encours de la dette intérieure à fin 2024 est constitué à 73,8% par des instruments dont la maturité est supérieure ou égale à 1 an. Néanmoins, dans les cinq prochaines années, le stock de la dette publique et de la dette garantie par l'Etat est estimé en moyenne à 52,8% du PIB.

3- Hypothèses macroéconomiques

Les principaux aléas entourant la prévision de croissance en 2024 concernent notamment l'impact du resserrement monétaire dans les pays avancés, les incertitudes géopolitiques et les problèmes climatiques. Néanmoins, le Fonds Monétaire International (FMI) rassure que « les

séquelles économiques des crises traversées en quatre ans devraient être moins graves que nous ne le craignons, même si les estimations varient d'un pays à un autre ». En effet, il est constaté que pour l'année 2024, l'éventualité d'une récession aux Etats-Unis d'Amérique (USA) suite au resserrement monétaire est désormais écartée face à la résilience d'une économie qui a encore progressé en 2024 ; une croissance qui a déjà surpassé la tendance pré-pandémique du fait de la forte reprise de la consommation et de l'investissement. Ce qui n'est pourtant pas le cas pour la plupart des autres pays avancés qui certes sont résilientes mais n'atteignent pas encore le niveau de croissance pré-pandémique. Bon nombre des pays à faible revenu quant à eux peinent encore à se redresser suite à la pandémie et à l'accroissement du coût de la vie.

Malgré ce contexte, l'économie africaine montrerait une résilience remarquable, en affichant une croissance économique de 3,7% en 2024 contre 3,1% en 2023. Ce qui est également reflété dans celle de Madagascar, laquelle a fait preuve d'une certaine résilience et a montré une stabilité de sa croissance entre 2023 et 2024. En effet, de 2023 à 2024, le taux de croissance économique du pays est passé de 4,2% à 4,4%. Une tendance macroéconomique positive qui devrait se poursuivre pour les prochaines années :

- Premièrement, Madagascar devrait enregistrer une croissance économique soutenue au cours des cinq (05) prochaines années, avec une hausse régulière du taux de croissance. Allant de 5,0% en 2025, à plus de 6% en 2029. Une croissance qui est cependant en-deçà de son niveau potentiel, vu qu'elle serait encore atténuée par des niveaux d'inflation élevés, bien qu'en décroissance progressive. En effet, le taux d'inflation est estimé à 7,1% en 2025, et serait en moyenne de 6,0% sur les cinq prochaines années.
- Deuxièmement, pour la période 2025-2029, il est estimé que Madagascar enregistrerait une hausse progressive de son taux de pression fiscale, atteignant probablement les 14% d'ici la fin de cette période. Il est également estimé que le solde primaire rapporté au PIB serait déficitaire de 2,9% en 2025 et est prévu demeurer inférieur à 3% pour les années suivantes. Tel déficit résulterait d'une augmentation des dépenses publiques, notamment pour répondre aux besoins sociaux et aux investissements dans les infrastructures.
- Troisièmement, un creusement du déficit de la balance des transactions courantes est prévu pour les deux (02) prochaines années (-4,7% en 2025 et -4,5% en 2026). Ceci pourrait notamment être dû à la hausse des importations, en particulier des biens d'équipement pour soutenir les investissements. A compter de 2027, jusqu'à fin 2029, une amélioration continue du solde du compte courant est à prévoir (avec un déficit projeté de -4,0% en moyenne pour la période considérée), Cette tendance positive pourrait résulter de l'augmentation des recettes d'exportation, de la mise en œuvre réussie des réformes visant à améliorer la compétitivité et la stabilisation des prix des matières premières sur les marchés mondiaux ; ainsi que la reprise du secteur Tourisme dans le pays.

4- Résultats de l'AVD

Les résultats de l'AVD 2024 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, dans un contexte mondial marqué par l'envolée des taux d'intérêt, la volatilité accrue des taux de change, la baisse des prix des matières premières sur le marché mondial, le pays reste très exposé aux chocs liés (i) à la hausse des taux d'intérêt, (ii) à la dépréciation du taux de change et (iii) à la baisse des recettes d'exportation due à la baisse de la demande mondiale.

Des risques non négligeables puisque non seulement, les deux premiers, combinés, rendront le service de la dette plus coûteux et augmenteront les risques de refinancement ; mais induiront aussi une augmentation des coûts d'emprunts. Alors que le troisième limitera la capacité du pays à contracter de nouveaux prêts extérieurs pour financer des projets prioritaires aux objectifs de développement puisque la baisse des recettes d'exportation est la plus probable à faire passer le risque de surendettement extérieur à un niveau « élevé », tel qu'il sera présenté dans la sous-section suivante.

4.1. AVD Extérieure :

A fin 2024, 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. Cependant, tel que le montre la Figure 1, présentée en annexe du présent rapport, le ratio valeur actuelle de la dette extérieure/exportation s'accroît continuellement jusqu'à atteindre 170,5 en 2028, alors que le seuil est de 180 ; et ce dans le cadre du scénario de base. L'analyse de la granularité relative à ce ratio montre d'ailleurs que dans le cadre du scénario de base (sans choc), le ratio valeur actuelle de la dette extérieure/exportations est à 94,7% de dépasser son seuil et n'a ainsi qu'une marge très limitée pour absorber tout éventuel choc y afférent. Un choc sur les exportations s'avèrerait être le choc extrême pouvant faire passer la valeur de ce ratio au-dessus de son seuil.

Ce qui est pareillement reflété dans le cadre des scénarios de choc, où les ratios valeur actuelle de la dette extérieure/exportations et service de la dette extérieure/exportations dépasseraient respectivement leurs seuils en 2026 et 2027. Tous ces dépassements seraient dus à un choc sur les exportations ; résultant principalement (i) de la tendance baissière des prix mondiaux des matières premières, qui devrait se poursuivre jusqu'en 2026-2027 suivant les études récentes, et (ii) de la baisse de la demande internationale ; notamment en matière de métaux et de produits agricoles. Néanmoins, outre les chocs exogènes sur les exportations, une accumulation de la dette extérieure plus importante comparée aux recettes d'exportations pourrait également engendrer le dépassement de ces seuils en 2026 et 2027, faisant passer le risque de surendettement extérieur à un niveau « élevé ». Autrement dit, un endettement public extérieur plus élevé que prévu dans la présente AVD et/ou un choc sur les exportations risqueraient de faire passer Madagascar à un risque de surendettement « élevé » dans les deux ou trois prochaines années.

Pour éviter de passer à un niveau « élevé » de risque de surendettement extérieur, il est nécessaire de maintenir la trajectoire de l'endettement extérieur à un niveau conforme à celle des recettes d'exportation, compte tenu du contexte actuel sur le marché mondial. Par ailleurs, il est primordial (i) de procéder à une diversification des produits exportés, (ii) d'élargir le marché en ciblant des pays émergents 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 2028.

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 2029. Après 2029, il connaîtrait une baisse progressive voire une certaine stabilisation. L'accroissement de ce ratio, durant les cinq (05) 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 des objectifs de croissance économique pour la période 2025-2029.

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 où les perspectives économiques mondiales, bien que prévoyant une croissance modérée en 2025, sont assombries par des risques d'inflation persistante, d'instabilité politique, d'intensification des tensions géopolitiques, et des perturbations du commerce mondial ; 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 à moindre coût ; 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 (2025-2035)

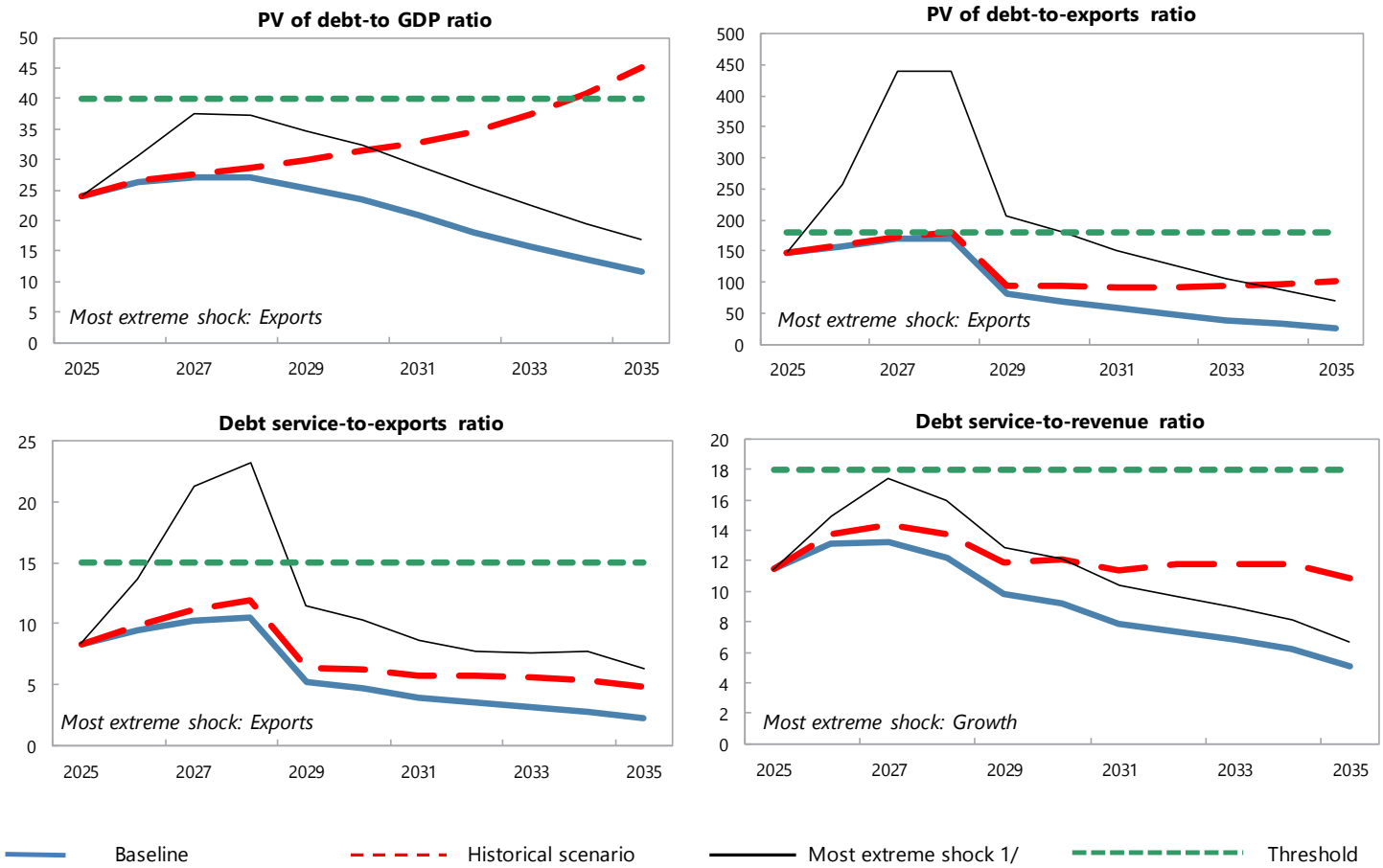


Figure 2 : Indicateurs d'endettement public suivant différents scénarios (2025-2035)

