

## FOCUS

Par Julien Marcilly,  
Économiste en chef,  
Dominique Fruchter  
Économiste Afrique et  
Mohamed Akallal  
Économiste Junior,  
basés à Paris, France.

## Le COVID-19 remet la dette des pays émergents sur le devant de la scène

Alors que l'attention s'est jusqu'ici essentiellement portée sur la Chine, l'Europe et les États-Unis, les conséquences de la pandémie de COVID-19 seront sans doute encore plus fortes sur les économies émergentes. Si leur degré de vulnérabilité à ce choc dépend de nombreux facteurs, la situation initiale de leurs finances publiques est clé : elle détermine leur capacité à répondre aux nombreuses conséquences économiques de cette crise. Or leur dette publique était déjà à un plus haut niveau historique en 2019. Cette crise sanitaire et les sorties de capitaux massives qu'elle engendre rappellent aussi que beaucoup d'économies émergentes continuent de souffrir du « péché originel », c'est-à-dire l'incapacité d'émettre des obligations en monnaie locale. Outre ce risque initial sur les finances publiques et la dépréciation de la devise, l'exposition des émergents à trois autres risques liés à COVID-19 est à prendre en compte : 1) la mise en œuvre de mesures de confinement strictes, 2) la dépendance aux revenus touristiques, 3) celle aux matières premières non agricoles. 9 pays sont touchés par 3 de ces 4 sources de vulnérabilité. 31 le sont par deux d'entre elles. Et 71 par l'une des quatre. Les financements supplémentaires prévus par les organisations internationales (notamment le FMI), ainsi que les aménagements de dette annoncés par les pays créanciers aideront de nombreux pays à bas revenu, mais devraient être peu utiles pour les grands émergents.

### Sorties de capitaux et hausse du risque souverain vont de pair, même pour les économies endettées en devise locale

Des sorties de capitaux d'une ampleur jamais observée auparavant sont l'effet le plus immédiat de la montée des incertitudes mondiales sur les marchés émergents. Elles sont habituelles en temps de crise, les investisseurs privilégiant les actifs dits sans risque. Mais au cours du mois de mars, les ventes d'obligations et d'actions de 24 marchés émergents par des investisseurs étrangers ont dépassé 80 milliards de dollars, soit 4 fois plus qu'au

cours du dernier trimestre 2008. Dans cette période au cours de laquelle toutes les décisions n'ont pas été rationnelles, même des devises de pays avec des fondamentaux solides se sont dépréciées. C'est le cas du won, quand bien même la dette publique coréenne est faible, les soldes budgétaires et courant en excédent et les réserves de changes très confortables. Sans compter que la Corée est jugée comme ayant très bien géré la pandémie. Plus généralement, les devises de pays émergents ayant des marchés financiers liquides sont celles qui ont été les plus pénalisées : au cours du 1<sup>er</sup> trimestre, les dépréciations de devises les plus fortes face au dollar ont été au Brésil, en Afrique du Sud, en Russie et au Mexique (plus de 25%). Viennent ensuite la Colombie et l'Indonésie<sup>1</sup>.

1 - Dans les pays avec des régimes de changes fixes (comme ceux du Golfe ou certains en Asie), ces pressions consécutives aux sorties de capitaux sont davantage visibles à travers les interventions des banques centrales, mais les données de variations de réserves de change sont généralement publiées avec retard.

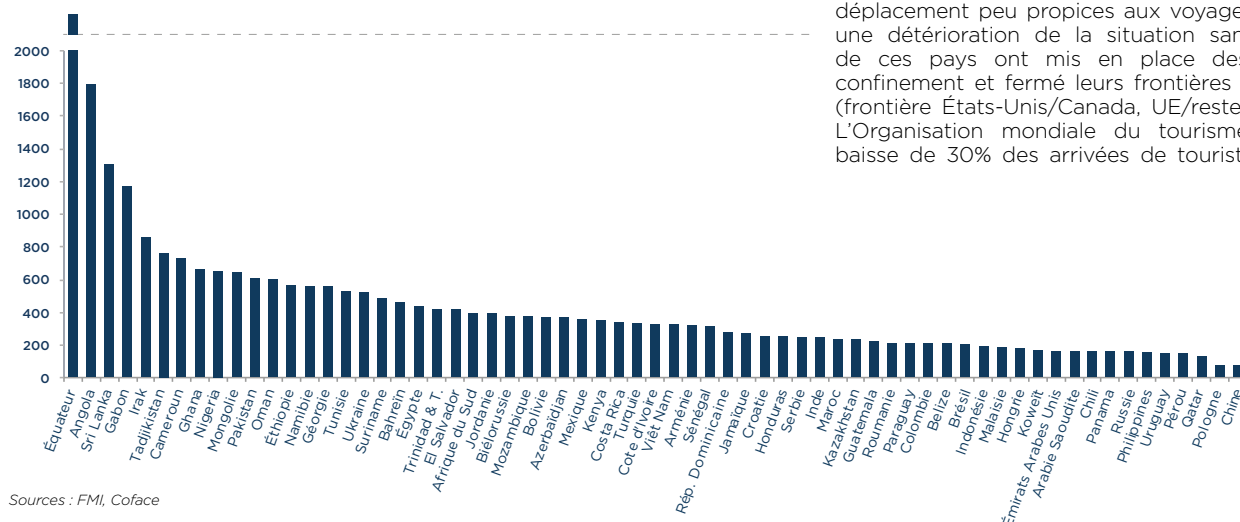
Seule bonne nouvelle : les sorties de capitaux ont été moins importantes lors de la première moitié d'avril. Des entrées nettes sont même à noter lors de la 3<sup>ème</sup> semaine de ce même mois.

Ces sorties de capitaux engendrent une montée des taux souverains en devise locale. Elles entraînent donc un durcissement des conditions de financement des États dans une période où les banques centrales essaient au contraire de les assouplir pour les ménages et les entreprises en réduisant leurs taux directeurs. Les pays émergents dont le marché obligataire en devise locale est le plus ouvert aux investisseurs étrangers (comme en Afrique du Sud) sont d'ailleurs ceux dont les taux d'intérêt sur les obligations souveraines ont le plus augmenté. Dit autrement, les émissions en devise locale couvrent certes l'émetteur du risque de change, mais comportent une hausse de taux d'intérêt supplémentaire<sup>2</sup>. Ainsi, les économies qui pensaient s'être affranchies du « péché originel » en privilégiant les émissions en monnaie locale ne sont finalement pas immunisées aujourd'hui. Il y a près de 20 ans, B. Eichengreen, R. Hausmann et U. Panizza<sup>3</sup> expliquaient, en effet, que la capacité à emprunter dans sa devise locale permettait de distinguer les économies matures des émergentes. L'octroi de financements en devises étrangères constituait pour ces pays le péché originel, en référence à la doctrine de la théologie chrétienne, parce que c'était comme céder à la tentation du fruit défendu : le financement en devise étrangère les rendait vulnérables à une dépréciation de leur devise et a expliqué de nombreuses crises émergentes dans les années 1990.

Au cours des années 2000, les États des économies émergentes se sont progressivement mis à emprunter en devise locale, 80% de leur dette étant désormais libellée en devise locale, ce qui a donné l'illusion que ce péché originel avait disparu.

Baucoup d'autres économies émergentes ou en développement, de plus petite taille, ne font pas partie des pays ayant pu émettre en devise locale. Ils ont certes profité ces dernières années de la liquidité mondiale très abondante pour émettre des obligations, mais en devise étrangère. Or ces dernières sont aussi pénalisées par une montée des taux d'intérêt souverains aujourd'hui (voir **Graphique 1** dans le cas des titres libellés en dollars). Parmi elles, la hausse est particulièrement forte en Équateur, en Angola ou encore au Sri Lanka. Mais, au-delà de ces cas extrêmes, l'écartement des taux avec l'équivalent américain est de grande ampleur pour la grande majorité des pays (entre 4 et 6 points de pourcentage en un mois et demi !).

**GRAPHIQUE 1**  
**Écarts sur les titres souverains (changement en points de base entre le 19 février et le 9 avril, EMBI)**



Sources : FMI, Coface

2 - <https://www.bis.org/publ/bisbull05.htm>

3 - Eichengreen, B., Hausmann, R., and Panizza, U., (2002). «Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption».

4 - Les deux axes représentent les moyennes mondiales de chaque indicateur.

## Les économies émergentes, déjà endettées avant la crise, vont subir les effets de 3 chocs : confinement, chute des cours du pétrole et des recettes touristiques

Dans ce contexte, les économies émergentes entrant dans cette crise avec un niveau de vulnérabilité initial élevé sont à surveiller. À très court terme, dans un contexte de sorties de capitaux, le degré de vulnérabilité dépend de l'équilibre des comptes extérieurs et du risque de change. Les pays à risque en la matière sont visibles dans la partie haute du **Graphique 2**. Coface tient compte de la dette extérieure, du solde courant, des besoins de financements extérieurs, des réserves de change et de la variation du taux de change (entre autres) pour calculer cet indice compris en 0 et 100% (risque très élevé). À moyen terme, la situation initiale de leurs finances publiques est clé : elle détermine leur capacité à répondre aux nombreuses conséquences économiques potentielles de cette crise. L'axe des abscisses est la mesure de ce risque associé aux finances publiques prise en compte dans le modèle Coface d'évaluation des risques pays. Elle inclut notamment le solde public, la dette publique ainsi que les recettes budgétaires. Au final, les économies les plus à risque en la matière figurent à droite de ce même visuel<sup>4</sup>.

Outre les niveaux de risque souverain et de change initiaux, 3 autres facteurs sont à prendre en compte pour évaluer l'exposition d'un pays aux conséquences économiques de la pandémie :

**1)** La dépendance aux revenus tirés de l'exportation de matières premières non agricoles. Malgré un rebond des cours anticipé au 2<sup>ème</sup> semestre par Coface, le niveau anticipé (45 dollars en moyenne prévu en 2020 pour le baril de Brent) est insuffisant pour que la plupart des principaux pays exportateurs équilibrent leurs soldes budgétaires et courants. D'autant plus, qu'à cet effet prix s'ajoute un effet volume pour les pays (dont l'Arabie saoudite) qui ont accepté de réduire drastiquement leur production afin de limiter l'ampleur de la chute des cours engendrée par celle de la demande (voir Baromètre Coface Risques Pays et Sectoriels d'avril 2020<sup>5</sup>). Les exportateurs nets d'autres matières premières non agricoles<sup>6</sup> subissent aussi une détérioration de leurs termes de l'échange en ce début d'année 2020. Les pays exportateurs de matières premières sont ceux dont le solde budgétaire devrait le plus se détériorer cette année (respectivement -15% et -16% du PIB pour l'Algérie et Oman prévu par le FMI).

**2)** Les pays dépendants des recettes touristiques seront aussi affectés par les restrictions de déplacement peu propices aux voyages. Afin d'éviter une détérioration de la situation sanitaire, nombre de ces pays ont mis en place des mesures de confinement et fermé leurs frontières aux voyageurs (frontière États-Unis/Canada, UE/reste du monde,...). L'Organisation mondiale du tourisme prévoit une baisse de 30% des arrivées de touristes pour 2020,

## QUELLES RÉPONSES POUR STOPPER LES SORTIES DE CAPITAUX DES PAYS ÉMERGENTS ?

Pour limiter l'ampleur de ces sorties de capitaux, trois types de réponses ont été apportées rapidement :

- 1) Des banques centrales ont utilisé leurs réserves de change pour contenir les pressions baissières sur leur devise : en Turquie, Égypte, Ukraine, Indonésie, Pologne, Brésil, Nigéria et Afrique du Sud, elles ont baissé de plus de 5% entre début mars et mi-avril.
- 2) Certaines banques centrales de pays émergents ont joué, à l'instar de la BCE ou encore de la Fed, le rôle de prêteur en dernier ressort en décidant le lancement de programmes d'achats d'actifs visant à acheter des titres d'obligations souveraines de leur pays : Philippines, Colombie, Afrique du Sud et Pologne.
- 3) La Réserve fédérale américaine a ouvert des lignes de swap destinées à fournir 60 milliards de dollars de liquidité pour au moins 6 mois à ses homologues (notamment au Brésil et au Mexique). Le 6 avril dernier, elle a aussi lancé un programme (FIMA repo facility) destiné aux banques centrales étrangères : elles peuvent obtenir des liquidités en dollar en échange de bons du trésor américain, et ainsi limiter les pénuries de dollars dans leurs pays en redistribuant ensuite cette liquidité en dollars aux agents économiques locaux en ayant besoin (banques, entreprises).

plus de 7 fois supérieure à la baisse enregistrée en 2009. Le secteur touristique pèse pour au moins 15% du PIB dans 45 pays, dont le Maroc, la Tunisie, le Mexique, la Thaïlande, les Philippines, la Croatie ou encore le Cambodge.

3) Les pays touchés par la pandémie et dont les gouvernements ont décidé des mesures de confinement obligatoires (au niveau national ou local) devront faire face à une montée de l'endettement résultant de la diminution des recettes liée à ce confinement et de l'augmentation des dépenses de santé ainsi que de celles destinées à atténuer les conséquences économiques sur la population. 87 pays étaient dans cette situation le 10 avril dernier.

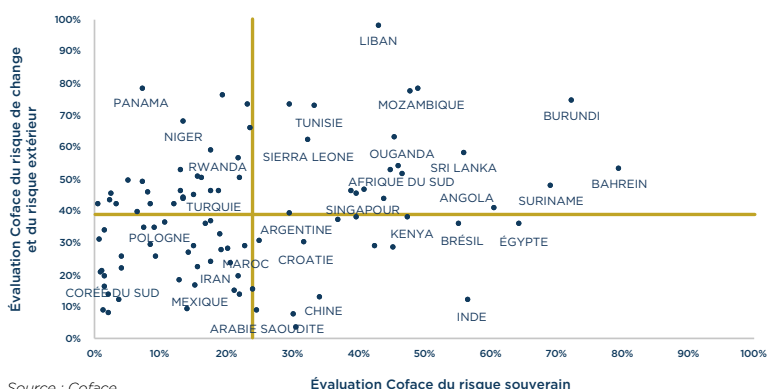
En tenant compte de ces 4 facteurs de risques (1-niveau initial de risque souverain et de change, 2-confinement, 3-exposition aux exportations de matières premières, 4-exposition au secteur touristique), le FMI anticipe que le déficit budgétaire des pays émergents et en développement dépassera 9% du PIB cette année, soit deux fois plus qu'en 2019. Il était encore excédentaire en 2008. La dette publique, déjà à un plus haut niveau historique en 2019, grimperait à 62% du PIB, en hausse de 25 points depuis 2012<sup>7</sup>.

En résumé, outre le niveau initial de vulnérabilité des finances publiques et de risque de change (score Coface moyen des évaluations de risque des finances publiques, de vulnérabilité externe et de change supérieur à 45%, 100% étant le risque maximal), l'exposition des émergents aux trois autres chocs liés au COVID-19 est à prendre en compte pour évaluer le degré d'exposition d'un pays émergent à la crise actuelle. Au final, 9 pays sont touchés par 3 des 4 sources de vulnérabilité : Afrique du Sud, Algérie, Angola, Équateur, Liban, Mauritanie, Oman, Tunisie et Venezuela. 31 autres par deux d'entre elles (voir Tableau 1). Et 71 par au moins l'une des quatre.

## Les initiatives des organisations internationales et des pays créanciers pour soulager les pays à bas revenu ou émergents devraient surtout bénéficier aux premiers

Dans ce contexte de risque souverain en hausse dans le monde émergent, les besoins de financement supplémentaires se font pressants pour de nombreux pays. Ces derniers se sont notamment adressés au Fonds monétaire international (FMI). Le 16 avril dernier, 102 pays lui avaient fait une demande officielle de prêt. Le FMI dispose théoriquement d'une capacité totale de prêt d'USD 1300 milliards, mais compte tenu des sommes déjà prêtées et des règles prudentielles, plus vraisemblablement de 800 milliards. En premier lieu, elle recouvre ses ressources propres, consacrées au financement de ses programmes habituels et basées sur

GRAPHIQUE 2  
Risque souverain et de change/extérieur (100% = risque très élevé)



Source : Coface

les quotas des pays membres au capital (environ 300 milliards, sommes prêtées déduites). Ensuite, et surtout, il s'agit, de celles déjà disponibles ou mobilisables, pour faire face à une situation d'urgence, dans le cadre d'emprunts, soit auprès d'autres institutions financières (200 milliards), soit auprès de pays membres (environ 300 milliards).

TABLEAU 1  
Heatmap : Exposition aux différents chocs liés à la pandémie

	Confinement	Risque souverain et de change	Exportateurs de matières premières (non agricoles)	Dépendance au tourisme
<b>PAYS ÉMERGENTS MAJEURS</b>				
Chine				
Inde				
Brazil				
Russie				
Afrique du Sud				
Mexique				
Turquie				
<b>PAYS ÉMERGENTS À RISQUE</b>				
Liban				
Venezuela				
Tunisie				
Équateur				
Angola				
Oman				
Algérie				
Bahrein				
Ouganda				
Sri Lanka				
Pakistan				
Zambie				
Croatie				
Albanie				
Montenegro				
Chypre				
Colombie				
Maroc				
E.A.U				
Qatar				
Jordanie				
Égypte				
Kazakhstan				
Thaïlande				
Philippines				
Sierra Leone				
Erythrée				
Nigéria				

Source : Coface

5 - <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Country-Sector-Risk-Barometer-Q1-2020-Quarterly-Update>

6 - Hors métaux précieux.

7 - FMI, moniteur des finances publiques d'avril 2020.

### LES PAYS CRÉANCIERS AGISSENT COLLECTIVEMENT, RAREMENT INDIVIDUELLEMENT, POUR AIDER LES PAYS À LUTTER CONTRE L'ÉPIDÉMIE

Les pays du G20 se sont accordés le 15 avril 2020 sur un moratoire sur le service de la dette publique bilatérale des pays à faible revenu éligibles au financement concessionnel de la Banque mondiale (77 pays) entre le 1<sup>er</sup> mai et le 31 décembre 2020. Cela signifie que le paiement d'USD 12 milliards sera reporté sur les années 2022-24, compte tenu d'un an de grâce. Dans le même temps, les créanciers privés devraient accepter de suspendre le paiement de 8 milliards aux mêmes conditions. L'année 2020 sera utilisée par le Club de Paris, réunissant les principaux pays avancés créanciers, ainsi que le Brésil et la Russie, pour déterminer, en fonction de la situation de chaque pays, si la dette doit être annulée ou restructurée.

La Chine, non membre du Club, devrait, sauf surprise, privilégier l'approche bilatérale. Elle pourrait accorder des aménagements de dette, comme elle l'a fait dans le passé (Soudan en 2017, Congo, Éthiopie et Cameroun en 2019), avec des pays dont elle est une créancière majeure (Angola, Congo, Djibouti, Mozambique, Niger, Éthiopie, Zambie, Équateur, Venezuela, Cambodge, Kirghizistan, Laos, Mongolie, Tadjikistan...). D'après l'Université Johns Hopkins, la Chine détiendrait 17% de la dette publique extérieure africaine, 20% d'après *Jubilee Debt Campaign*. Le fait d'y détenir des intérêts économiques (surtout matières premières) ou que ces pays fassent partie de son Initiative des routes de la soie (infrastructures de transport) l'y incite.

Prenant acte d'une telle situation d'urgence avec la pandémie de COVID-19, le FMI a activé ses accords bilatéraux auprès des membres du G20 afin d'augmenter les fonds disponibles. Les fonds d'urgence disponibles (USD 100 milliards) sont contenus dans le Fonds d'assistance et de riposte aux catastrophes (fonds ARC). Ces fonds peuvent être débloqués rapidement, sans qu'il soit nécessaire pour le bénéficiaire de présenter au préalable un programme d'action. Les pays peuvent y prétendre à hauteur de 50% de leur quota (100% provisoirement). Les fonds se répartissent entre la Facilité rapide de crédit réservée aux pays pauvres et l'Instrument de financement rapide ouvert à tous<sup>8</sup>. Le besoin doit venir d'un problème urgent de balance des paiements lié au COVID-19, résultant de dépenses de santé ou de conséquences sur l'économie. 130 pays remplissent les critères pour en bénéficier. À ce titre, le FMI a déjà accordé des prêts au Nigéria (USD 3,4 milliards, soit 0,9% du PIB), au Pakistan (0,5%), au Ghana (1,5%), à la Tunisie (1,9%), au Sénégal (1,8%), au Mozambique (2,1%), à l'Albanie (1,3%), à Madagascar (1,2%), au Gabon (0,9%), au Niger (1,6%),

au Rwanda (1,1%). Si ces prêts d'urgence ont le mérite de pouvoir modifier la donne pour des pays à bas revenus de taille relativement petite, en représentant désormais potentiellement 6 à 10% du PIB (pour certains pays africains notamment), ils sont bien petits pour de grandes économies émergentes. Si la Turquie, l'Afrique du Sud ou le Brésil décidaient d'y recourir, le montant octroyé ne dépasserait vraisemblablement pas 1% de leur PIB. Par ailleurs, le Fonds fiduciaire d'assistance et de riposte aux catastrophes (FARC) permet au FMI d'octroyer des subventions aux pays les plus pauvres et les plus vulnérables, afin d'alléger leur dette et les aider à faire face aux catastrophes, y compris de santé publique. Il s'agit des pays éligibles aux emprunts concessionnels et au revenu par habitant inférieur à USD 1 175, ou des pays à la population inférieure à 1,5 million d'habitants et au revenu par habitant inférieur à USD 2 350. Problème : avec 500 millions de dollars, il est sous-capitalisé, mais le FMI a fait appel aux pays du G20 pour le faire passer à USD 1,4 milliard. À ce titre, le FMI a décidé le 13 avril que 25 pays bénéficieront d'une annulation de 6 mois du service de leur dette<sup>9</sup>. Le FMI peut aussi aider grâce aux instruments habituels comme :

- 1) la mise à disposition plus rapide et l'augmentation des ressources contenues dans les programmes liant déjà le FMI aux pays bénéficiaires, la mise en place de programmes supplémentaires ;
- 2) le changement des priorités de l'assistance technique et des actions de formation vers l'urgence dans le cadre des programmes existant ;
- 3) l'utilisation des lignes de précaution par les pays bénéficiaires : ainsi, le Maroc a décidé d'utiliser les trois milliards de dollars disponibles.
- 4) la ligne de liquidité à court terme reconductible nouvellement créée.

Enfin, avec l'accord d'une majorité de ses membres, le FMI pourrait attribuer des DTS supplémentaires, donc de possibilités de plus de prêts au titre des ressources propres. Mais cela nécessite l'assentiment de pays représentant 85% des droits de vote. Or les États-Unis qui en détiennent 16,5% n'y sont pas favorables.

Outre le FMI, la Banque mondiale (enveloppe de 160 Mds USD de dons et prêts prévue pour les quinze prochains mois), la Banque africaine de développement (10 Mds USD), la Banque islamique de développement (2,3 Mds USD) ou encore l'Union européenne ont aussi annoncé des initiatives similaires. Mais si les organisations internationales ont prévu d'accroître leur aide aux pays en développement, principalement sous forme de prêts concessionnels, elles ne suspendent pas, pour l'instant, le service de leur dette auprès d'elles estimé à USD 12 milliards pour 2020. De plus, des pays à revenus plus élevés éprouvent aussi des difficultés. Compte tenu de l'ampleur limitée de l'aide d'urgence évoquée plus haut, c'est vers les programmes usuels d'assistance, plus conséquents, que ces pays devraient se tourner, mais, alors, une conditionnalité (sauf pour la nouvelle ligne) serait introduite, qu'ils ne sont pas tous forcément disposés à accepter (à l'instar de la Turquie, du Mexique ou de l'Afrique du sud), tandis que d'autres voient leur demande refuser (Venezuela, Iran) en raison des sanctions internationales et de l'opposition des États-Unis.

#### RÉSERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

- 8 - Dans le premier cas, il s'agit de prêts sans intérêt, remboursables sur 10 ans avec une période de grâce de 5 ans et demi, dans le second, de prêts similaires à ceux accordés dans les Accords de confirmation : 1,5% d'intérêt et remboursement sur 3 à 5 ans. Les aides peuvent être panachées.
- 9 - Afghanistan, Bénin, Burkina Faso, République centrafricaine, Tchad, Comores, Congo, RD, Gambie, Guinée, Guinée-Bissau, Haïti, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Mozambique, Népal, Niger, Rwanda, São Tomé et Príncipe, Sierra Leone, Îles Salomon, Tadjikistan, Togo et Yémen. Cela représente une aide de 213 millions USD. 4 pays supplémentaires devraient s'y ajouter et la suspension pourrait être étendue à deux ans, si l'abondement du Fonds est réalisé.