

GHANA

24

SOUS PRESSION

Les signaux d'alarme se multiplient. Alors que la croissance résiste plutôt bien, la dégradation importante des finances publiques sur fond de forte poussée inflationniste inquiète les investisseurs et menace les perspectives. Si la Banque centrale a déjà réagi en relevant son taux directeur, les autorités devront avant tout rassurer sur leur capacité à réduire le déficit budgétaire. Pour l'instant, elles n'y sont pas parvenues. Mais la contrainte financière forte et une dette dangereusement élevée pourraient les pousser à faire des ajustements.

L'économie ghanéenne est entrée dans une zone de turbulences qui risquent de peser sur des perspectives de croissance plutôt bien orientées jusqu'à peu. En plus du risque sanitaire potentiel (seulement 7% de la population est entièrement vaccinée), le Ghana fait désormais face à une défiance sévère des investisseurs. Contrairement à la plupart de ses pairs régionaux, les *spreads* souverains ghanéens se sont en effet écartés brutalement de 430 points de base (pb) depuis octobre pour dépasser les 1 100 pb (graphique 1).

À ce niveau de prime de risque, l'accès aux marchés financiers internationaux est prohibitif et, de fait, actuellement fermé au pays. De même, le cedi s'est retrouvé sous pression ces derniers mois. La monnaie ghanéenne a clôturé l'année 2021 en baisse de 6% par rapport au dollar US, soit l'une des plus mauvaises performances des monnaies africaines. Or, cette recrudescence des tensions financières intervient dans un contexte de poussée inflationniste.

À 12,2% en novembre, le taux d'inflation a ainsi touché son niveau le plus haut depuis plus de quatre ans, poussant la banque centrale à relever son taux directeur de 100 pb (14,5%). D'autres hausses de taux pourraient suivre en 2022. Mais les effets d'un resserrement de la politique monétaire sur la stabilité macroéconomique risquent d'être limités s'ils ne s'accompagnent pas de progrès tangibles en matière de consolidation budgétaire. Le défi sera d'envergure.

CONSOLIDATION FRAGILE DES FINANCES PUBLIQUES

Avec un déficit budgétaire total encore estimé à plus de 12% du PIB en 2021, en raison des effets de la pandémie, et une dette à 80% du PIB, le programme de consolidation budgétaire présenté en novembre 2021 était attendu. Il n'a pas convaincu malgré des objectifs ambitieux. Le gouvernement envisage une réduction du déficit à 7,4% du PIB en 2022, puis 5,5% en 2023, avant de le ramener sous la barre des 5% à partir de 2024. Le solde primaire redevenirait positif dès 2022 après un déficit de plus de 5% du PIB en 2021. Néanmoins, les moyens pour y parvenir soulèvent beaucoup de questions.

De fait, les revenus sont censés croître de 43% en 2022, soit un rythme trois fois supérieur à celui du PIB nominal. Cela suppose à la fois l'introduction de nouvelles taxes et une amélioration substantielle de la collecte fiscale. Or, avec des ressources budgétaires hors dons qui plafonnent entre 14-15% du PIB depuis une décennie, la base fiscale du Ghana est l'une des plus étroites en Afrique subsaharienne.

De plus, la principale mesure du budget (taxe de 1,75% sur les transactions numériques, censée contribuer à hauteur de 35% aux recettes supplémentaires anticipées par le gouvernement) n'a toujours pas pu être votée en raison d'un profond désaccord avec l'opposition qui dispose du même nombre de sièges au Parlement que le parti présidentiel.

Même si elle venait à être introduite, le rendement de cette mesure demeure incertain. Le budget 2022 est également expansionniste avec une hausse programmée de 25% des dépenses ; elles atteindraient

PRÉVISIONS

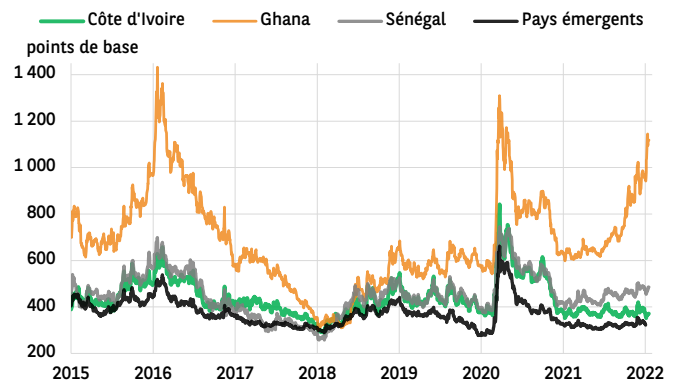
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	6.5	0.4	5.2	4.7	4.5
Inflation (officielle, moyenne annuelle)	8.6	9.9	10.0	9.0	8.8
Solde budgétaire (en % du PIB)	-5.6	-13.8	-12.6	-9.4	-8.0
Dette publique (en % du PIB)	61.1	76.4	80.3	83.5	84.1
Solde courant (en % du PIB)	-2.7	-3.1	-3.7	-3.5	-3.4
Dette externe (% PIB)	38.9	45.5	47.0	46.9	47.5
Réserves de change (USD Mds)	6.6	7.0	8.5	8.1	8.3
Réserves de change (mois d'import)	2.9	3.4	3.9	3.6	3.6

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

SPREADS SUR LES EURO-OBLIGATIONS



GRAPHIQUE 1

SOURCE : JP MORGAN

27% du PIB, soit 8 points de plus qu'en 2019 (pré-pandémie). Le ralentissement prévu des dépenses à partir de 2023 se ferait donc à partir d'un niveau historiquement élevé.

De plus, des dérapages ne sont pas à exclure compte tenu de l'accélération de l'inflation, en particulier les salaires des employés de la fonction publique qui absorbent déjà 40% des ressources budgétaires. En outre, il existe toujours un risque de passif contingent, même si ce dernier tend à diminuer depuis que la restructuration du secteur bancaire est arrivée à son terme (environ 8 points de PIB au total entre 2017 et 2021). Les déficiences du secteur de l'énergie peuvent en effet générer jusqu'à 2 points de PIB de surcoûts à l'État par an.



DETTE DANGEREUSEMENT ÉLEVÉE

La probabilité que les autorités n'atteignent pas leur cible budgétaire de court et moyen terme est donc élevée, à moins qu'elles y soient contraintes. En se basant sur des déficits plus importants (9,4% du PIB en 2022, 8% en 2023 ; cf. graphique 2) que ceux anticipés par le gouvernement, l'on estime en effet que les ratios d'endettement vont continuer de se détériorer au moins sur les deux prochaines années. À 84% du PIB à fin 2023, la dette publique se situerait ainsi à des niveaux dangereusement élevés. De plus, sa structure la rend vulnérable à de multiples chocs tels qu'un ralentissement plus fort que prévu dans les pays émergents, notamment en Chine, ou, surtout, un durcissement de la politique monétaire aux États-Unis.

À la mi-2021, les investisseurs non résidents détenaient presque 20% de la dette domestique, soit l'équivalent de USD 5,8 mds pour des réserves de change inférieures à USD 9 mds. Malgré un déficit courant modéré et une base d'exportations, dont l'évolution des cours est rarement synchronisée (or : 47% des exportations en 2020 ; pétrole : 20%, cacao : 16%), le Ghana reste donc exposé à d'importantes sorties de capitaux avec de potentielles fortes pressions sur le taux de change. Or, près de la moitié de la dette publique est libellée en devise. Le ratio d'endettement augmente mécaniquement de 4 points de PIB en cas de dépréciation de 10% du cedi.

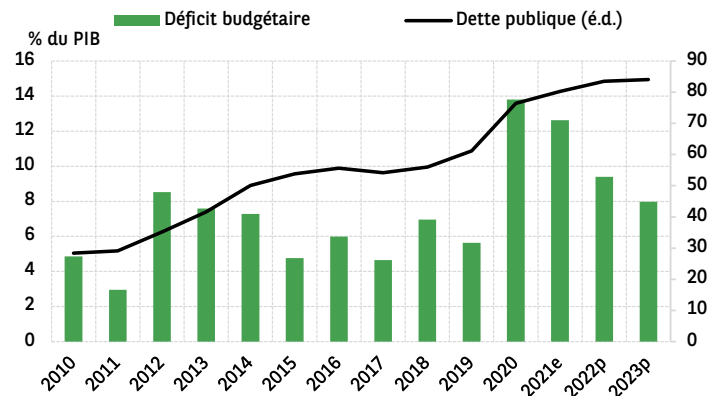
Une dégradation des conditions de financement extérieur ne se limiterait pas à des pressions sur la liquidité extérieure. Le gouvernement prévoit de couvrir 80% de ses besoins sur le marché domestique. Mais avec des actifs bancaires totaux à 40% du PIB, le marché financier est de taille modeste. De plus, l'exposition des banques au risque souverain est déjà très importante. À fin juin 2021, les encours du gouvernement représentaient 46,5% des actifs du système bancaire contre 37,5% à fin 2019.

En l'absence de solution alternative aux financements de marché internationaux, les autorités pourraient ainsi se tourner une nouvelle fois vers la banque centrale. En 2020, un programme de monétisation, équivalant à 2,6% du PIB, avait permis de couvrir un quart du financement domestique de l'État. Or, le relèvement du taux directeur de la banque centrale en novembre semble indiquer que la stabilité monétaire est de nouveau prioritaire et risque de renchérir un peu plus des conditions d'emprunts de l'État, déjà très onéreuses. Les taux sur les bons du Trésor oscillent entre 16% et 19% sur des maturités de 1 à 3 ans alors que les charges d'intérêts absorbent déjà presque la moitié des ressources budgétaires, dont 80% pour le paiement de la dette émise localement. La marge de manœuvre pour le gouvernement est d'autant plus étroite qu'il lui faudra refinancer 42% de la dette domestique dans les trois prochaines années. Heureusement, la prochaine tombée importante de dette euro-obligataire n'interviendra pas avant 2025.

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE EN VUE

Jusqu'à présent, l'activité a plutôt bien résisté. L'économie a échappé à la récession en 2020 et les chiffres des neuf premiers mois de 2021 ont surpris favorablement avec une croissance moyenne de 5,3% grâce à un fort rebond du secteur des services. Selon toute vraisemblance, la prévision de 4,4% faite par le gouvernement lors de l'élaboration du budget sera dépassée.

INDICATEURS DES FINANCES PUBLIQUES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINEFI, BNP PARIBAS

En revanche, la prévision officielle de 5,8% pour 2022 semble très optimiste. La croissance devrait au contraire ralentir à 4,7% en raison du durcissement des conditions de financement et de la politique monétaire.

Les autorités prévoient notamment une hausse de 29% investissements publics en 2022 mais il y a de fortes chances qu'ils servent de variable d'ajustement. La persistance de déficits budgétaires significatifs pose une autre contrainte. Le taux de couverture des créances à l'économie par les dépôts est tombé à un niveau historiquement bas de 52%, soit presque 10 points de moins que fin 2019. Dans un environnement économique fragile, les banques ghanéennes privilégieraient ainsi les titres d'État considérés plus sûrs. Or, avec un taux de créances non performantes de 16,4% en novembre (14,3% à fin 2019), le risque de crédit est toujours élevé. En outre, le durcissement de la politique monétaire va encore dégrader les conditions de prêts et peser un peu plus sur la croissance des crédits bancaires au secteur privé, qui était déjà négative en termes réels à fin novembre (-0,8%).

Au-delà de la dynamique de croissance, c'est surtout le risque d'un nouveau stress macro-financier qui inquiète. En 2015, la chute de presque 50% de la valeur du cedi en deux ans avait poussé les autorités à signer un programme de financement avec le FMI. Pour l'instant, elles considèrent qu'elles n'en ont pas besoin mais les signaux d'alarme se multiplient.

Achévé de rédiger le 14 janvier 2022

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com

