

RÉPUBLIQUE DU BÉNIN

A-/Stable/w-3

ANALYSE

Mars 2021

Cheikh Sakho

Cheikh.sakho@wara-ratings.com

+221 33 824 60 14 | +221 77 435 18 86

Hamza HAJI

hamza.haji@wara-ratings.com

+221 33 824 60 14 | +221 77 392 78 27

TABLE DES MATIÈRES

NOTATION	3
ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME	3
RÉSUMÉ	3
Points forts	4
Points faibles	4
CARTE DES SCORES	6
PERSPECTIVE	7
COMPARAISON AVEC LES PAIRS	8
ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE	9
Facteurs structurels	9
Compétitivité et avantages comparatifs	9
Structures économiques	10
Endettement public	12
Facteurs institutionnels	15
Stabilité politique	15
Institutionnalisation et normalisation	16
Propension aux chocs ponctuels	18
Facteurs conjoncturels	19
Situation et politique budgétaires	19
Situation et politique monétaires	21
État de la balance des paiements	23
STATISTIQUES MACROECONOMIQUES	25

NOTATION

Echelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Souverain	Souverain
Notation de long terme	A-	iB+
Perspective	Stable	Stable
Notation de court terme	w-3	iw-5
Surveillance	Non	Non

ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



RÉSUMÉ

WARA assigne la notation souveraine de long terme en devise régionale de '**A-**' à la République du Bénin. Simultanément, WARA assigna aussi à la République du Bénin une notation de court terme de '**w-3**' sur son échelle régionale.

La perspective attachée à ces notations est **stable**.

A titre de référence, le plafond national béninois s'établit à 'A'.

Les notations et la perspective en devises internationales de la République du Bénin sont : **iB+/Stable/iw-5**.

La notation de long terme de 'A-' assignée à la République du Bénin équivaut à un score pondéré total de **2,67/6,00**, sans qu'aucun ajustement supplémentaire à la carte des scores n'ait été apporté.

Cette notation repose sur les principaux facteurs suivants :

Points forts

- **La gouvernance publique est désormais robuste**, illustrée par les indices de la Banque Mondiale, du Forum Économique Mondial et du PNUD, positionnant le Bénin dans les premier ou deuxième quartiles en UEMOA.
- **La politique économique structurelle volontariste est très bien articulée et exécutée de manière ferme** : la transformation structurelle de l'économie vers l'agro-industrie est en marche, tandis que le commerce international (transfrontalier et au-delà) reste dynamique et que les infrastructures s'améliorent à un rythme soutenu.
- **Le Bénin est stable politiquement**, ce qui est une condition nécessaire au renforcement de son attractivité ; tandis que les risques de chocs exogènes y sont limités, les risques sociaux endogènes sont quant à eux bien plus prononcés.
- **La dette brute de l'État, relativement à son PIB, reste soutenable, à 46,1% à fin 2020**, plaçant le Bénin dans le 2^{ème} quartile en UEMOA. Ce ratio semble avoir atteint sa valeur maximale au cours de la période 2018-2020 : il reste bien en deçà du seuil communautaire de 70%. La tendance au désendettement de l'État devrait se confirmer dès 2022, tirée par le rebond de la croissance économique et une reprise de la consolidation à partir de 2021.
- **La position géographique du Bénin est un avantage indéniable** : en tant que l'un des hubs commerciaux ouest-africains, le Bénin organise des flux d'échanges importants avec les économies enclavées burkinabè et nigériennes au nord ainsi qu'avec la puissance pétrolière nigériane à l'est.
- **La dépendance à l'économie nigériane se réduit** : la diversification récente des moteurs de la croissance restreint petit à petit le taux de corrélation des deux économies. Le Bénin a élargi le champ de ses partenaires commerciaux ainsi que son catalogue de produits à l'export (outre le coton, l'anacarde, l'ananas, le riz, le karité, le soja, le maïs, le tourisme), comme l'indique entre autres l'intensification du trafic maritime qui transite par le port de Cotonou. C'est le signe d'une meilleure compétitivité hors-prix et du renforcement du solde externe.

Points faibles

- **La compétitivité de l'économie béninoise, bien qu'en amélioration, est encore perfectible** : en cours de diversification et encore très dépendante du secteur cotonnier, l'économie du Bénin demeure encore en-deçà de son potentiel de valeur ajoutée et de son potentiel fiscal, bien que des améliorations incrémentales soient explicites.
- **L'élasticité de la croissance béninoise à celle de son grand voisin pétrolier, quoiqu'en baisse, est encore élevée**. Le taux de corrélation des deux économies se situe à 35%, ce qui crée un effet de dépendance exogène pesant sur la notation. Certes, les frontières avec le voisin Nigérian ont été réouvertes en décembre 2020 mais la dépendance d'une partie de l'économie du pays, bien qu'elle soit informelle et non intégrée dans les calculs du PIB, représente un facteur de risque exogène à suivre.

- **Un risque de hiatus avec la société civile existe** : le programme de réformes est accepté et les autorités semblent légitimes à le poursuivre à un rythme soutenu. La société civile semble s'interroger à intervalles réguliers quant à la dimension sociale de l'action publique, sachant que la crise sanitaire et le ralentissement des flux informels avec le Nigeria en 2020 a visiblement contribué à aggraver la précarité des franges les plus fragiles de la population. En outre, l'abstentionnisme électoral semble progresser. Enfin, les oppositions politiques sont peu visibles et peu audibles.
- **Si les passifs contingents du secteur public sont sous contrôle, ceux engendrés par le secteur bancaire le sont moins** : le secteur bancaire béninois présente des signes de faiblesse, notamment en termes de fonds propres réglementaires et de qualité des portefeuilles de crédit, ce qui alimente une quantité significative de passifs contingents pour l'État.



W A R A

CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION SOUVERAINE		Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS STRUCTURELS		40%	3,35	1,34
FNS1 Compétitivité et avantages comparatifs	CA	15%	3,67	0,55
<i>Compétitivité prix et régime de change</i>		4%	4,00	0,16
<i>Compétitivité hors-prix</i>		6%	4,00	0,24
<i>Politique économique structurelle</i>		5%	3,00	0,15
FNS2 Structures économiques	SE	13%	4,23	0,55
<i>Niveau de richesse</i>		6%	5,00	0,30
<i>Diversification économique</i>		4%	4,00	0,16
<i>Volatilité du produit intérieur</i>		3%	3,00	0,09
FNS3 Endettement public	EP	12%	2,00	0,24
<i>Niveau relatif de la dette publique</i>		5%	2,00	0,10
<i>Tendance d'endettement de long terme</i>		3%	2,00	0,06
<i>Composition de la dette publique</i>		4%	2,00	0,08
FACTEURS INSTITUTIONNELS		35%	2,31	0,81
FNS4 Stabilité politique	SP	13%	1,92	0,25
<i>Régime politique</i>		6%	2,20	0,13
<i>Degré d'alternance</i>		4%	2,20	0,09
<i>Degré de violence sécuritaire</i>		3%	1,00	0,03
FNS5 Institutionnalisation et normalisation	IN	12%	3,00	0,36
<i>Efficacité exécutive</i>		5%	3,00	0,15
<i>Indépendance judiciaire</i>		4%	3,00	0,12
<i>Autonomie législative</i>		3%	3,00	0,09
FNS6 Propension aux chocs ponctuels	PC	10%	2,00	0,20
<i>Probabilité des chocs internes</i>		4%	2,00	0,08
<i>Risques de chocs externes</i>		3%	2,00	0,06
<i>Risques environnementaux</i>		3%	2,00	0,06
FACTEURS CONJONCTURELS		25%	2,08	0,52
FNS7 Situation et politique budgétaires	PB	9%	1,67	0,15
<i>Solde primaire</i>		3%	2,00	0,06
<i>Solde budgétaire total</i>		3%	1,00	0,03
<i>Qualité des politiques fiscales</i>		3%	2,00	0,06
FNS8 Situation et politique monétaires	PM	8%	1,63	0,13
<i>Inflation des biens et services</i>		3%	2,00	0,06
<i>Inflation financière</i>		3%	1,00	0,03
<i>Passif contingents</i>		2%	2,00	0,04
FNS9 Etat de la balance des paiements	BP	8%	3,00	0,24
<i>Balance commerciale</i>		3%	3,00	0,09
<i>Balance des capitaux et transferts</i>		3%	3,00	0,09
<i>Réserves de change</i>		2%	3,00	0,06
SCORE PONDÉRÉ TOTAL			2,67	
AJUSTEMENT			0%	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ			2,67	
NOTATION INTRINSÈQUE			A-	

SPTA		NS	NS
De:	A:	(échelle régionale)	(échelle internationale)
1,00	1,24	AAA	iBBB/iBBB-
1,25	1,49	AA+	iBB+/iBB
1,50	1,74	AA	iBB
1,75	1,99	AA-	iBB
2,00	2,24	A+	iBB-
2,25	2,49	A	iBB-
2,50	2,74	A-	iB+
2,75	2,99	BBB+	iB+
3,00	3,24	BBB	iB
3,25	3,49	BBB-	iB
3,50	3,74	BB+	iB-
3,75	3,99	BB	iB-
4,00	4,24	BB-	iCCC+
4,25	4,49	B+	iCCC+
4,50	4,74	B	iCCC
4,75	4,99	B-	iCCC
5,00	5,24	CCC+	iCCC-
5,25	5,49	CCC	iCCC-
5,50	5,74	CCC-	iCC/iC
5,75	5,99	CC/C/D	iD

PERSPECTIVE

La perspective attachée à la notation souveraine du Bénin est **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que i) le rythme de croissance de l'économie béninoise restera soutenu à moyen terme, nourri par tous ses moteurs, pas seulement la dépense publique, au demeurant sous contrôle strict ; ii) les secteurs exportateurs se renforcent ; iii) la dette publique ne présente pas de risque majeur quant à sa soutenabilité à moyen terme ; iv) la maturité politique du pays est durablement ancrée dans les mœurs, malgré l'intensification des risques sociaux ; et v) les habitudes de saine gouvernance devraient perdurer à l'avenir.

Une amélioration de la notation souveraine du Bénin est tributaire: i) de la réussite du Programme d'Action du Gouvernement, notamment en termes d'enrichissement du contenu en valeur ajoutée et en emplois de la croissance future ; ii) d'une meilleure diversification de l'économie, à même de réduire significativement sa dépendance envers les performances macroéconomiques nigérianes ; iii) de la réduction incrémentale de son ratio de dette publique en proportion du PIB ; iv) de la substitution progressive de la production domestique aux biens et services réexportés, tout en formalisant davantage le secteur du négoce, notamment transfrontalier, ce qui devrait concomitamment continuer de renforcer le solde du compte courant ; et v) de l'amélioration du profil de risque de ses banques, notamment en termes de qualité d'actifs et de capitalisation.

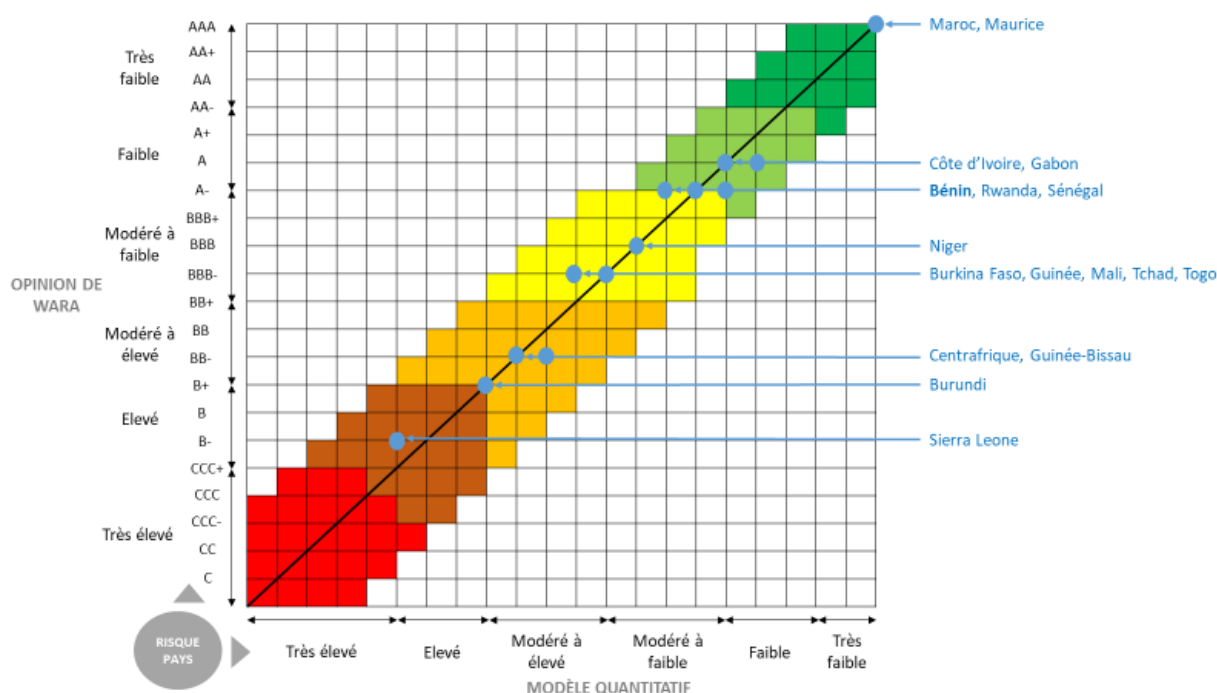
Une détérioration de la notation souveraine du Bénin serait la conséquence : i) d'une crise durable du secteur agricole, et notamment de sa filière cotonnière, en volume et/ou en prix ; ii) d'une dépression ou d'une

nouvelle fermeture de l'économie nigériane, elle-même fortement tributaire des cours mondiaux des hydrocarbures ; iii) de frustrations sociales telles que les prochaines échéances électorales ou prétextes politiques deviennent des exutoires sanctionnant l'action du gouvernement et dégénéralant en troubles endogènes, voire en violence politique ; iv) de l'éloignement de la dette publique de sa trajectoire attendue ; ou v) de l'abandon brutal ou progressif des acquis de bonne gouvernance.

WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios favorables est équivalente à celle des scénarios défavorables. Autrement dit, la notation souveraine de la République du Bénin contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement à moyen terme.

COMPARAISON AVEC LES PAIRS

En zone UEMOA, le Bénin se caractérise par un niveau de risque souverain faible. Les notations de WARA étant d'abord de nature ordinales, c'est la position relative de chaque entité notée par rapport à ses pairs qui porte l'information de crédit la plus pertinente. Pour les souverains, WARA utilise un modèle quantitatif comme point d'ancrage reliant les principaux ratios macroéconomiques de chacune des 17 économies nationales que WARA inclut dans son « pool souverain » à leur score de risque souverain. WARA se donne ensuite le loisir de diverger de ce score d'un ou deux crans, à la hausse ou à la baisse, en fonction des caractéristiques qualitatives de ces économies nationales. Le niveau moyen et médian de risque pays, en devises régionales, est « modéré à faible » ; cela dit, sept pays se trouvent dans les catégories de risque-pays « faible » et « très faible » (Maurice, le Maroc, la Côte d'Ivoire, le Gabon, le Rwanda, le Sénégal et le Bénin) en devises locales. A contrario, quatre pays se trouvent dans la catégorie de risque-pays « modéré à élevé » (la Centrafrique, la Guinée-Bissau, le Burundi et la Sierra Leone).



ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE

Facteurs structurels

Compétitivité et avantages comparatifs

- La compétitivité de l'économie du Bénin, encore en-deçà de son plein potentiel, se construit sur la base de la montée en gamme de son agro-industrie...
- ... accompagnée par le dynamisme croissant de ses secteurs orientés à l'export.
- Des investissements importants en infrastructures entendent faire valoir leur effet multiplicateur sur ces deux moteurs essentiels de la croissance béninoise.

Le niveau de transformation agricole étant encore faible, l'économie béninoise restera encore potentiellement volatile à moyen terme. Il serait excessif d'affirmer que le Bénin n'est qu'une économie agricole ; c'est aussi un hub commercial par le truchement duquel d'importants échanges marchands sont assurés avec le reste de l'Afrique de l'ouest (notamment les pays enclavés) et une partie de l'Afrique centrale. Cela dit, le Bénin reste largement tributaire de son secteur primaire, notamment en termes d'emploi, le plus souvent informel. De manière nominale, le secteur primaire, essentiellement agricole, représente 27% du PIB nominal au coût des facteurs en 2019. Mais cette proportion sous-estime l'importance de l'agriculture tant pour la subsistance que pour l'emploi. Les statistiques relatives à l'emploi sont peu détaillées, mais la FAO estime que plus de 60% des emplois, le plus souvent saisonniers et par conséquent informels, sont fournis par le demi-million d'exploitations agricoles que compte le pays. Le coton est la filière dominante ; cela dit, quatre autres filières sont d'une importance cruciale pour le pays. 2020 a été une année record pour la production de coton au Bénin, avec 800.000 tonnes (soit un quadruplement de la production en cinq ans), pour une valeur d'environ 558 milliards de FCFA, soit 8% du PIB. Les autres filières importantes sont : i) la filière céréale (riz-maïs-sorgho) et féculents (manioc-igname) ; ii) l'ananas (notamment la variété particulière dite « pain de sucre ») ; iii) l'anacarde (ou noix de cajou) ; et iv) l'huile de palme (notamment dans le sud du pays). La réforme relative à la territorialisation de la gouvernance du secteur agricole permet d'avoir des stratégies de développement agricole adaptées à chaque territoire, ce qui est censé faciliter l'émergence de nouvelles filières et augmenter la production agricole globale.

Le moteur de croissance qu'est l'investissement ne peut pas perdurer indéfiniment : la consommation intérieure et les exportations devraient prendre le relai à moyen ou long termes. Pour le moment, la dépendance de la croissance béninoise aux performances du secteur cotonnier et à l'investissement public demeure un facteur sensiblement négatif de notation. A ce stade, la croissance est dopée par le budget de l'État, lui-même très riche en dépenses d'investissement, ce qui a contrario est un facteur positif de notation. Le niveau de vie des ménages béninois (avec un PIB nominal par habitant de 1 250 USD en 2020) n'a pas encore atteint un niveau suffisant pour que la consommation intérieure prenne le relai de manière significative. Cela dit, ces investissements publics sont nécessaires et contribuent, par leur effet multiplicateur, au dynamisme de la croissance nationale. Le Bénin a d'ailleurs intégré en 2020 la catégorie des 'Pays à Revenus Intermédiaires', illustrant l'amélioration de sa structure économique.

Par conséquent, ce seront bien les secteurs d'exportation, y compris le commerce transfrontalier, et les industries de substitution au ré-export, soutenues par les IDE, qui devraient en toute logique animer la croissance future. Ce sont là autant de raisons pour lesquelles les autorités souhaitent organiser la sortie progressive du secteur primaire, sans pour autant lui tourner le dos, vers l'agro-industrie ainsi que l'exploitation puis la transformation des ressources du sous-sol (pour le moment encore sous-exploitées). Parallèlement, les secteurs du BTP, du tourisme, des transports, de l'énergie et des télécommunications (notamment digitales) devraient apporter un soutien important en termes de compétitivité, de diversification et d'externalités positives. Ce processus prendra du temps, mais l'opinion de WARA est que les conditions et ingrédients de la croissance future sont élagamment agencés au Bénin.

Structures économiques

- La politique économique structurelle volontariste du nouvel exécutif béninoise est bien articulée, et exécutée de manière ferme... voire trop ferme.
- Dans son sillage, l'attractivité du territoire s'améliore, à mesure que les infrastructures se renforcent.
- Cela dit, l'élasticité encore élevée de la croissance béninoise à celle du voisin nigérian apparaît comme un risque davantage que comme un atout... pour le moment.

Le Programme d'Action du Gouvernement (PAG) sert de fil conducteur à la politique économique structurelle : ce plan est cohérent, lisible et accessible, et il est implémenté tambours battants. C'est un facteur positif de notation. Le PAG s'articule autour de trois piliers : le renforcement des infrastructures ; la transformation structurelle de l'économie de l'agriculture vers l'agro-industrie ; et la diversification des sources de valeur ajoutée, avec le soutien de l'investissement privé, notamment étranger. Le PAG couvre la période allant de 2016 à 2021, c'est-à-dire la durée du mandat du président TALON. C'est la première fois que les autorités béninoises formalisent de manière aussi explicite leur politique économique structurelle de moyen et long termes. Le PAG regroupe 45 projets phares dans

neuf secteurs et champs prioritaires : les infrastructures ; l'agriculture ; l'énergie ; l'éducation ; la santé ; le tourisme ; la digitalisation et l'économie numérique ; la gouvernance publique ; et la protection sociale. Ses objectifs s'articulent autour de i) l'identification des investissements favorables à la croissance ; ii) la conduite des réformes nécessaires au rehaussement du niveau d'attractivité du territoire pour les investissements privés, notamment étrangers ; et iii) la réalisation des projets d'infrastructures capables de stimuler l'investissement, la croissance et un degré suffisant d'externalités positives. Cette politique économique structurelle vise d'abord à renforcer les conditions de la croissance future, en se dotant d'un réseau infrastructurel robuste, notamment en termes routiers, portuaires, énergétiques et de télécommunications, notamment numériques. En parallèle, l'État-catalyseur donne des incitations au renforcement de la productivité agricole et à la transformation agroindustrielle locale. Par exemple, dans la filière du coton, l'objectif est de passer à 50% de transformation contre 10 à 20% aujourd'hui. Cela participe de l'enrichissement en valeur ajoutée et en emplois de la croissance béninoise. En outre, il s'agit d'organiser la diversification incrémentale de l'économie domestique, notamment par l'exploitation du potentiel touristique important du pays. Le tourisme contribue aujourd'hui à moins de 2% du PIB, tandis que l'objectif du PAG est de relever cette proportion à 7%. En filigrane, les autorités espèrent aussi réduire la part des activités de ré-export, notamment vers le Nigéria et le reste de l'Afrique centrale, en les substituant par les biens et services produits localement et répondre ainsi à la demande formulée par ses partenaires transfrontaliers. Enfin, il s'agit de donner vie au potentiel minier (solide et fluide) du pays, grâce à l'exploitation des très probables ressources en or et en hydrocarbures (notamment offshore) dont le sous-sol du pays est doté. La contribution potentiel du secteur primaire minier au PIB pourrait être de 5 à 7%, contre une part négligeable aujourd'hui, en-dehors du ciment.

De nombreuses innovations législatives et institutionnelles accompagnent le PAG.

L'amélioration de l'attractivité du Bénin passe d'abord par la création de zones économiques spéciales, qui sont en pratique des zones franches où le droit économique ne s'applique pas dans sa totalité, notamment en matière fiscale et en termes de droit du travail. Au demeurant, pour le reste du territoire, le Code du travail a été amendé, limitant le droit de grève et flexibilisant les conditions d'embauche et de licenciement. Dans la même veine, le Code des marchés publics a été revu et simplifié, tandis que le cadre général des partenariats public-privé a été clarifié. En outre, des tribunaux de commerce ont été instaurés, tandis que le Code foncier et domanial a été réformé et qu'un Code du numérique a été adopté. Enfin, sous l'égide de l'Agence de Promotion des Investissements et des Exportations (APIEX), les formalités de création d'entreprises ont été rendues beaucoup plus efficaces, à telle enseigne qu'une société peut aujourd'hui être enregistrée et démarrer ses activités en seulement 3 heures au lieu de 3 à 4 semaines jusqu'en 2017. Enfin, tandis que le nouveau Code pétrolier a été adopté très récemment, un nouveau Code des investissements est en cours de révision à l'Assemblée nationale, parmi d'autres initiales de même nature, notamment destinées à soutenir les PME, tout en continuant à améliorer le climat des affaires.

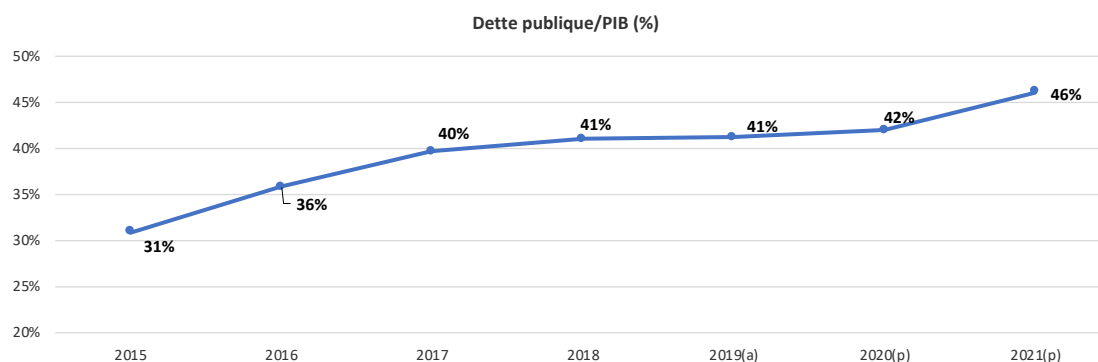
La dépendance de l'économie béninoise à celle du Nigéria peut éventuellement devenir une force ; pour l'instant, c'est davantage un facteur négatif de notation. C'est une singularité importante du Bénin, en zone UEMOA, que sa très vaste frontière avec le Nigéria, autorisant un niveau d'échanges commerciaux particulièrement dynamique. C'est ce

que suggère la part importante du secteur tertiaire dans son PIB, alimentée par les activités du commerce et du transport. En 2016, le volume des échanges entre le Bénin et le Nigeria, une puissance pétrolière de grande taille (193,4 millions d'habitants), ont atteint 902 milliards de FCFA, dont un excédent en faveur du Bénin de 560 milliards de FCFA (y compris les échanges informels). Mais cela crée aussi une certaine dépendance de la petite économie ouverte (celle du Bénin) envers la grande économie fermée (celle du Nigeria). Le taux de corrélation entre les taux de croissance des PIB réels des deux économies est de 35%, ce qui est, en l'état actuel de diversification de l'un et l'autre des deux écosystèmes économiques, un facteur négatif de notation pour le moment. Ce taux de corrélation semble cependant s'orienter à la baisse tant le Bénin fournit des efforts importants pour diversifier ses clients à l'export : la Chine pour le soja, l'Europe pour les fruits exotiques transformés, les pays enclavés que sont le Burkina Faso, le Mali et le Niger pour le ciment et les biens destinés au ré-export, et l'Inde pour l'anacarde. En outre, dans le secteur énergétique, le Bénin souhaite gagner son indépendance : tandis qu'avant 2016, 95% de l'énergie consommée était importée, notamment du Nigeria, en 2021 le Bénin devrait être en capacité... d'exporter de l'énergie. En effet, sa consommation interne de 240MW devrait être surpassée par sa capacité installée de l'ordre de 300MW, y compris la toute récente centrale thermique de Maria Gleta 2 d'une capacité unitaire de 127MW.

Endettement public

- La dette souveraine est soutenable.
- L'opération de « reprofilage » a été un succès.

La dette de l'État est sous contrôle ; elle devrait en outre commencer à refluer en pourcentage du PIB à partir de 2022. La dette de l'État a plus que doublé en proportion du PIB entre 2013 et 2017, conséquence attendue des déficits budgétaires qui se sont creusés en période électorale et de performances macroéconomiques en demi-teinte jusqu'en 2016. De 2017 à 2019, le ratio de dette publique rapportée au PIB ne peut guère se contracter, en raison des efforts importants d'investissements consentis par la puissance publique et que la dette finance dans une large mesure. Cela dit, après un délai de latence propre aux investissements de grande taille en infrastructure, le rythme d'accumulation de la dette de l'État devrait être inférieur à la croissance réelle et nominale, entraînant mécaniquement un reflux du ratio d'endettement, comme le suggère le graphique ci-dessous.



En comparaison de ses pairs régionaux (en UEMOA et au sein de la CEDEAO), le taux de dette publique du Bénin ressort comme robuste. C'est un facteur positif de notation. Le Bénin respecte les critères d'endettement public prescrit tant par l'UEMOA que par la CEDEAO, qui sont tous deux un maximum de 70% pour la dette publique brute rapportée au PIB. En UEMOA (8 États membres), au regard du ratio dette/PIB, le Bénin occupait la 6^{ème} place en 2016, et la 2^{ème} en 2018. Au sein de la CEDEAO (15 États membres), le Bénin se situait au 9^{ème} rang en 2016, mais fait aujourd'hui partie du peloton de tête. Compte tenu du renforcement très évident de ses infrastructures, cette position relative du Bénin n'est pas dirimante. Conscient du fait que le poids de la dette pourrait entraver le rythme et l'ampleur des réformes, l'État béninois a opté pour une gestion dynamique et proactive de sa dette publique. En effet, ce n'est pas tant le volume absolu ni même relatif de la dette publique qui posait un problème, mais l'ordonnancement dans le temps de son échéancier de remboursement, lequel laissait apparaître un « mur » à moyen terme : entre 2018 et 2022, avant « reprofilage », le service annuel de la dette dépassait 250 milliards de FCFA. Cela a conduit les autorités financières du pays à organiser l'aménagement du profil de la dette publique en octobre 2018, par le truchement d'un emprunt de 260 millions d'euros (171 milliards de FCFA) auprès d'une institution financière du secteur privé, sur 12 ans à 3,5% de taux d'intérêt par an, avec une garantie partielle de la Banque Mondiale à hauteur de 40%. Cette opération fut un succès, ce qui est un facteur positif de notation, grâce notamment à : (i) l'allongement de la maturité moyenne ; (ii) la réduction du coût moyen ; et (iii) un lissage du profil d'amortissement et une réduction du risque de refinancement.

Critères de convergence de UEMOA 2019 et 2018

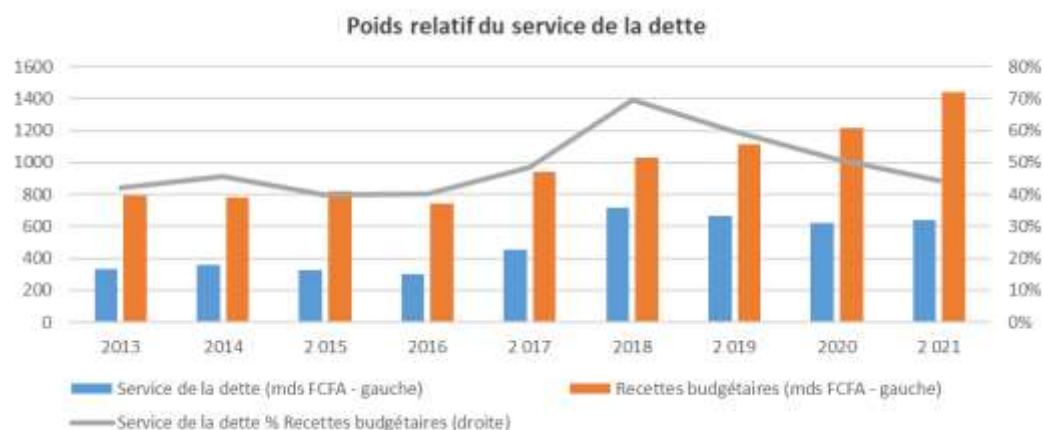
2019	Norme	BEN	BKN	CDI	GNB	MAL	NGR	SEN	TOG
Solde budgétaire/PIB	≥ -3%	-0,5%	-3,0%	-2,3%	-4,2%	-1,7%	-3,6%	-3,9%	-1,1%
Inflation	≤ 3%	-0,9%	-3,2%	0,8%	0,2%	-3,0%	-2,5%	1,0%	0,7%
Dette publique/PIB	≤ 70%	41,2%	46,9%	38,6%	55,9%	37,2%	40,1%	56,6%	68,3%
Salaires/recettes fiscales	≤ 35%	41,4%	57,3%	40,5%	57,5%	34,5%	36,0%	30,4%	34,3%
Pression fiscale	≥ 20%	10,6%	17,5%	12,2%	9,3%	14,7%	10,5%	17,4%	19,5%

2018	Norme	BEN	BKN	CDI	GNB	MAL	NGR	SEN	TOG
Solde budgétaire/PIB	≥ -3%	-2,9%	-4,9%	-4,0%	-5,1%	-4,7%	-4,1%	-3,7%	-0,8%
Inflation	≤ 3%	0,8%	1,9%	0,6%	0,4%	0,0%	2,7%	0,5%	-0,9%
Dette publique/PIB	≤ 70%	41,1%	42,3%	48,6%	50,1%	36,6%	45,4%	54,0%	73,9%
Salaires/recettes fiscales	≤ 35%	44,0%	52,1%	41,5%	50,9%	41,8%	34,7%	34,3%	36,6%
Pression fiscale	≥ 20%	14,1%	17,2%	16,2%	9,3%	11,8%	15,2%	15,2%	18,4%

Caractéristiques de la dette souveraine béninoise au 31 décembre 2019 (réalisé) et au 31 décembre 2020 (attendu)

Type de dette	2018		2019		2020	
	Mds FCFA	%	Mds FCFA	%	Mds FCFA	%
Dette domestique et régionale, dont :	1 720	53%	1 456	42%	1 810	44%
Bons et Obligations du trésor	1 427	44%	1 212	35%	1 500	37%
Banques locales	293	9%	244	7%	311	8%
Dette extérieure, dont :	1 532	47%	2 021	58%	2 262	56%
Dette bilatérale	242	7%	229	7%	277	7%
Dette multilatérale	1 021	31%	1 081	31%	1 267	31%
Dette commerciale	269	8%	711	20%	718	18%
TOTAL, dont :	3 252	100%	3 477	100%	4 072	100%
Devises						
FCFA	1 720	53%	1 456	42%	1 810	44%
EUR	400	12%	776	22%	986	24%
USD	62	2%	76	2%	99	2%
Autres	1 070	33%	1 169	34%	1 177	29%

Après reprofilage, la soutenabilité de la dette publique béninoise à moyen terme ne présente pas de signe de tension. C'est un facteur positif et important de notation. Comme le souligne le FMI dans ses rapports périodiques relatifs au Bénin, même en cas de choc extrême, la soutenabilité à 20 ans de dette publique béninoise demeure robuste. Tout aussi bien et comme le montre le graphe ci-dessous, WARA estime que le ratio du service de la dette ne devrait pas atteindre des niveaux incompatibles avec une notation de « A- » à moyen terme, i.e. à l'horizon de 3 ans, qui est celui de sa notation souveraine.



Facteurs institutionnels

Stabilité politique

- Politiquement, le Bénin est stable depuis presque trente ans.
- C'est un facteur positif et essentiel de notation.
- Mais les tensions sociales subséquentes à l'intensité des réformes, aux frustrations de la société civile et au reflux des forces d'opposition portent en elles des risques qui continuent de peser sur la notation.

L'alternance politique se produit sans heurts, signe d'un bon niveau de maturité démocratique. En février 1990, suite à la chute du Mur de Berlin, une Conférence nationale abroge l'ancienne Constitution et met en place de nouvelles institutions pour une période transitoire. Les principales initiatives urgentes sont la création d'un poste de Premier ministre, l'abandon de la référence « populaire » dans la dénomination du pays qui devient la République du Bénin, et la limitation de l'âge des candidats à la présidentielle à 70 ans. Une nouvelle Constitution est adoptée en décembre 1990. À la suite de l'élection présidentielle de mars 1991, Nicéphore SOGLO remplace Mathieu KEREKOU à la présidence de la République. Ce dernier est élu à son tour en mars 1996 puis réélu en mars 2001. En mars 2006, Thomas Yayi BONI, ancien directeur de la BOAD, est élu président du Bénin et réélu en 2011. Il tente d'imposer, contre la volonté de sa famille politique les FCBE (Forces Cauris pour un Bénin Emergent), un dauphin, Lionel ZINSOU, qui sera battu à l'élection présidentielle du 20 mars 2016 par l'homme d'affaires Patrice TALON. Ce dernier accède au pouvoir le 6 avril 2016. Depuis donc presque 30 ans, la démocratie béninoise s'est considérablement renforcée, sans qu'aucun dirigeant ne brigue plus de deux mandats consécutifs et sans que les alternances politiques ne succombent à la tentation de la violence ou des coups de force. Une telle maturité politique est suffisamment rare sur le continent pour être saluée comme un facteur déterminant de notation ; elle est sans doute la conséquence d'une société relativement homogène où les clivages tantôt ethniques tantôt religieux sont très peu marqués.

Cela dit, la société civile paraît parfois nerveuse en réponse à la rapidité et à l'ampleur des réformes économiques engagées. Bien que l'action volontariste du nouveau pouvoir exécutif soit reconnue par le plus grand nombre comme nécessaire et salubre, la société civile exprime régulièrement quelques inquiétudes. Une série de grèves a émaillé l'exercice 2017, comme celle des fonctionnaires au début de l'été et celle des hôpitaux à la fin de l'automne. Bien qu'ils soient assez peu représentatifs avec 4% d'adhérents, les syndicats font aussi régulièrement état de leur insatisfaction face à la limitation du droit de grève, à la flexibilisation du droit du travail, au niveau trop modeste des salaires en général et du salaire minimum en particulier, au sous-emploi chronique, à l'inadéquation de l'enseignement public et à son manque de moyens, au sentiment de panne du dialogue social et au défaut de communication et d'inclusion de l'action du gouvernement. Le risque demeure qu'une partie de la société civile, spectatrice des réformes à défaut d'en être partie prenante, ne sanctionne l'exécutif, comme au lendemain des élections législatives d'avril 2019, où les partis d'opposition n'ont pas pu présenter de listes. La répétition probable de scénarios de cet acabit pourrait ralentir le rythme

des réformes, sans toutefois paralyser l'action du gouvernement mais en creusant le hiatus entre l'exécutif et la société civile. Pourtant, les chantiers riches en contenu social sont nombreux, au premier rang desquels l'accès à l'eau pour tous en 2021, un renforcement des infrastructures, personnels et équipements médicaux, la couverture maladie universelle (ARCH, en phase pilote), le renforcement de la formation professionnelle, un meilleur accès des ménages et des PME au (micro)crédit, un programme ambitieux d'asphaltage des routes, un nouvel aéroport et l'expansion du programme touristique susceptible de créer un grand nombre d'emplois. Cela dit, ces objectifs (qui sont pour la plupart explicites et quantifiés) supposent au préalable un affermissement durable de la croissance, à même de générer les ressources fiscales et non fiscales capables d'en supporter le coût direct et indirect. Le PAG a déjà créé 350.000 des 500.000 emplois promis, ce qui est un facteur positif de notation ; mais l'ampleur du sous-emploi se chiffre sans doute en millions, ce qui pèse sur le revenu disponible des ménages les plus fragiles et sur leur pouvoir d'achat, notamment alimentaire, ce qui pèse a contrario négativement sur la notation. Enfin, il convient de rappeler que le Bénin est le premier pays de l'UEMOA en termes d'indice de développement humain, au 163^{ème} rang mondial.

Institutionnalisation et normalisation

- Les indices institutionnels sont bons...
- ... notamment en comparaison des pairs de la zone UEMOA.

Les indices de gouvernance, de climat des affaires, de compétitivité et de développement humain du Bénin sont robustes, relativement aux autres pays de l'UEMOA. Pour mesurer les facteurs institutionnels, WARA s'appuie sur les indices de gouvernance de la Banque Mondiale, les indices de compétitivité du World Economic Forum et les indices de développement humain du PNUD. Les indices du Bénin se situent en général dans les premier et deuxième quartiles, comme l'indique le tableau ci-dessous. D'une manière générale et en moyenne, la performance du Bénin au regard de ce critère important de notation se situe juste derrière le Sénégal, soulignant l'amélioration très nette, décisive et durable de la gouvernance.

INDICES 2018	BEN	BKN	CDI	GNB	MAL	NGR	SEN	TOG	Sources
Indice de contrôle de la corruption	-0,38	-0,11	-0,50	-1,53	-0,70	-0,58	-0,02	-0,73	Banque Mondiale
Indice d'efficacité de l'Etat	-0,56	-0,58	-0,57	-1,49	-1,00	-0,77	-0,27	-1,06	Banque Mondiale
Indice de stabilité politique et d'absence de violence	-0,13	-1,04	-0,93	-0,67	-2,05	-1,26	-0,09	-0,98	Banque Mondiale
Indice de qualité de la réglementation	-0,34	-0,39	-0,19	-1,20	-0,55	-0,64	-0,11	-0,65	Banque Mondiale
Indice d'état de droit	-0,68	-0,45	-0,57	-1,23	-0,80	-0,58	-0,21	-0,59	Banque Mondiale
Indice de liberté et responsabilité politiques	0,27	-0,04	-0,22	-0,67	-0,31	-0,58	0,24	-0,74	Banque Mondiale
Rang "Doing Business" (climat des affaires)	153	151	122	175	145	143	141	137	Banque Mondiale
Indice global de compétitivité (valeur)	45,6	43,4	48,1	N/D	43,6	N/D	49,7	N/D	World Economic Forum
Indice global de compétitivité (rang mondial)	125	130	118	N/D	129	N/D	114	N/D	World Economic Forum
Indice de développement humain (valeur)	0,515	0,423	0,492	0,455	0,427	0,354	0,505	0,503	PNUD
Indice de développement humain (rang mondial)	163	183	170	177	182	189	164	165	PNUD
INDICES 2019	BEN	BKN	CDI	GNB	MAL	NGR	SEN	TOG	Sources
Indice de contrôle de la corruption	-0,32	-0,19	-0,53	-1,45	-0,70	-0,55	0,05	-0,75	Banque Mondiale
Indice d'efficacité de l'Etat	-0,44	-0,76	-0,48	-1,51	-1,06	-0,80	-0,06	-0,92	Banque Mondiale
Indice de stabilité politique et d'absence de violence	-0,35	-1,19	-0,96	-0,56	-2,15	-1,40	0,06	-0,81	Banque Mondiale
Indice de qualité de la réglementation	-0,38	-0,38	-0,24	-1,23	-0,57	-0,67	-0,11	-0,68	Banque Mondiale
Indice d'état de droit	-0,66	-0,43	-0,57	-1,26	-0,83	-0,53	-0,19	-0,59	Banque Mondiale
Indice de liberté et responsabilité politiques	0,09	-0,18	-0,22	-0,46	-0,41	-0,57	0,26	-0,72	Banque Mondiale
Rang "Doing Business" (climat des affaires)	149	151	110	174	148	132	123	97	Banque Mondiale
Indice global de compétitivité (valeur)	45,6	43,4	48,1	N/D	43,6	N/D	49,7	N/D	World Economic Forum
Indice global de compétitivité (rang mondial)	125	130	118	N/D	129	N/D	114	N/D	World Economic Forum
Indice de développement humain (valeur)	0,520	0,434	0,516	0,461	0,427	0,377	0,514	0,513	PNUD
Indice de développement humain (rang mondial)	163	182	165	178	184	189	166	167	PNUD

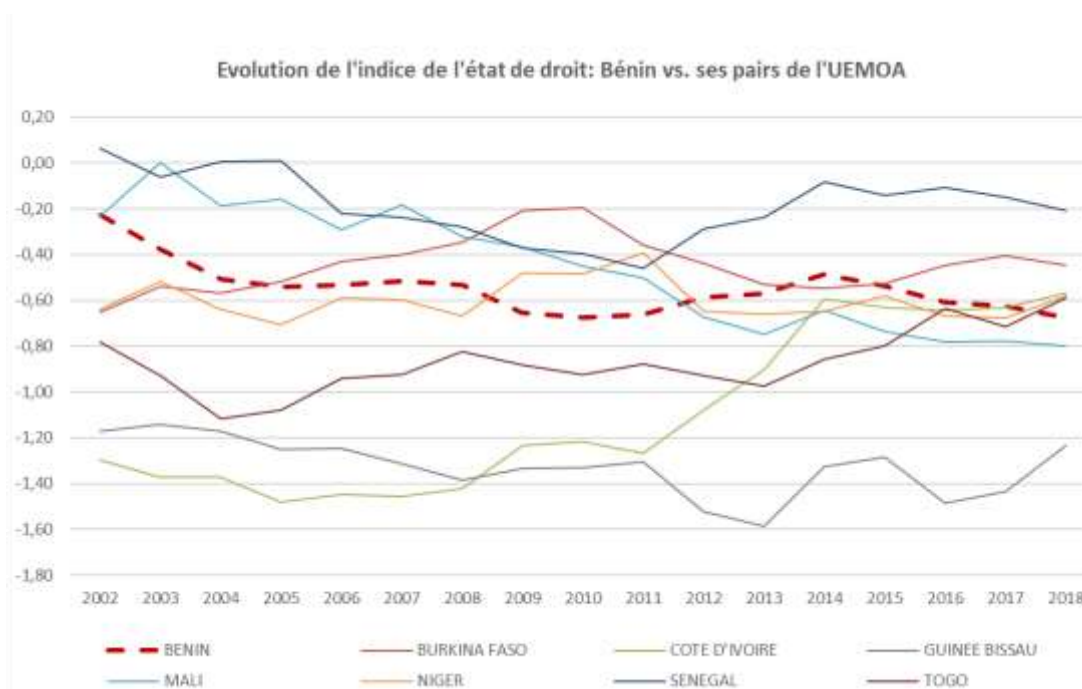
Premier quartile
 Deuxième quartile

Troisième quartile
 Quatrième quartile

L'efficacité de l'exécutif est élevée : c'est un facteur positif de notation. Pour cet indice important constitutif des indicateurs de gouvernance de la Banque Mondiale, le Bénin fait partie du premier quartile en UEMOA, juste derrière le Sénégal. La première conséquence naturelle de cette « autorité de l'Etat », i.e. de sa capacité à gouverner de manière tranchée, se retrouve dans la promptitude et l'exhaustivité du programme de réformes, entamé au second semestre 2016 et dont les effets se font ressentir dans à peu près toutes les composantes de l'économie et de la société béninoises, avec le sentiment très vivace que « le Bénin progresse... et vite ». L'indice de contrôle de la corruption, qui est très corrélé à l'indice d'efficacité de l'Etat, se situe quant à lui dans le deuxième quartile, juste derrière (sans surprise) le Sénégal et le Burkina Faso. L'autre effet de cette tendance est l'amélioration du climat des affaires : certes le Bénin part d'une position faible avant 2016, mais les très nombreuses réformes en cours devraient rapidement porter leurs fruits. A ce titre, le Bénin a été coopté en tant que l'un des 11 membres africains du « Compact with Africa », une initiative du G20 saluant la qualité des réformes socio-économiques et de bonne gouvernance, ainsi que l'engagement à l'amélioration du climat des affaires. Aussi la compétitivité béninoise s'est-elle raffermie, au quatrième rang de l'UEMA et au 125^{ème} mondial, ainsi que la qualité de la réglementation en vigueur, notamment en matière économique. Finalement, les autorités béninoises ont reçu la mention « Très bien » en termes de gestion des finances publiques.

Le pouvoir législatif soutient fortement l'action de l'exécutif, mais au prix de l'affaiblissement de son indépendance. Le président TALON a été élu en 2016 en tant qu'indépendant, sachant que l'Assemblée nationale avait été constituée un an auparavant et qu'elle a été renouvelée en avril 2019. Mais les partis d'opposition ont échoué à faire valider leurs listes suite à la mise en place par le gouvernement d'un code électoral plus restrictif, visant à limiter le nombre de partis. Tandis que l'abstention s'est alors mécaniquement élevée à 73%, les deux partis favorables au Président ont remporté tous les sièges à l'Assemblée nationale, marginalisant de facto, et pour quatre ans, toute opposition législative. La contestation s'est incarnée dans des manifestations spectaculaires à Cotonou au tout début du mois de mai 2019, laissant entrevoir des formes de tensions socio-politiques que le Bénin n'avait pas connues depuis de nombreuses décennies. C'est un facteur négatif de notation.

La qualité de la justice est relativement bonne et stable. Comme l'indique le graphique ci-dessous (qui rend compte de l'évolution de l'indice de l'état de droit), le Bénin reste à la troisième place dans la sous-région de l'UEMOA (ex aequo avec la Côte d'Ivoire, dont la trajectoire est au demeurant assez spectaculaire en la matière). Cette trajectoire demeure stable, tant la qualité de l'institution judiciaire ne semble pas être une priorité essentielle pour les autorités béninoises, concentrées sur des sujets plus brûlants. Pour WARA, aujourd'hui, la qualité de la justice est un facteur neutre de notation, sachant que les acquis en matière d'efficacité et d'indépendance judiciaires peuvent s'avérer très fragiles en fonction de l'évolution de l'environnement politique à long terme. A moyen terme, cela dit, les risques politiques sont faibles, ce qui amène WARA à anticiper que ce facteur de notation demeurera stable.



Propension aux chocs ponctuels

- Les risques internes et externes de combustion de la notation sont de basse intensité au Bénin

Ces chocs sont très peu probables à l'horizon du moyen terme au Bénin. WARA quantifie les risques de combustion de la notation souveraine béninoise de la manière suivante:

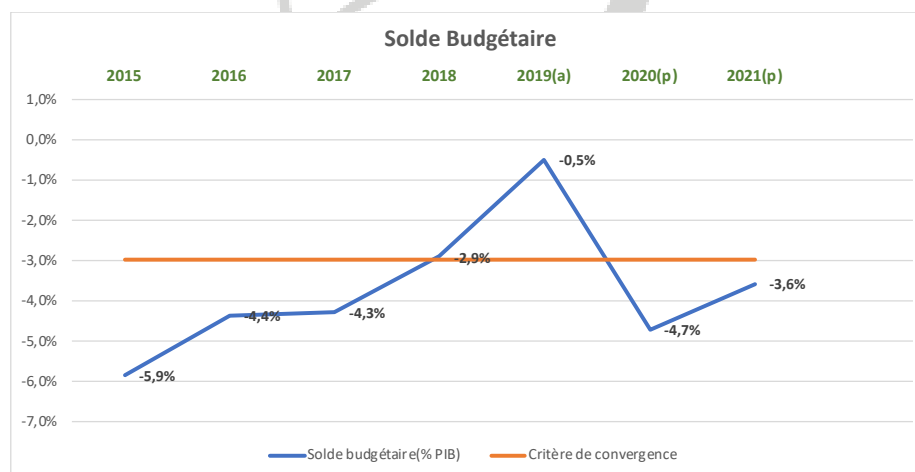
RISQUES PONCTUELS	INTENSITE A PRIORI	COMMENTAIRES
Sanitaires, épidémiques, pandémiques	Faible à moyenne	C'est surtout le virus Ebola qui constitue un risque pour la zone méridionale de la sous-région. Cela dit, la dernière pandémie a été bien contenue, sans effet dirimant sur le Bénin.
Ecologiques, naturels et climatiques	Faible	Il est peu probable qu'un ou plusieurs événements de ce type puissent affaiblir le Bénin au point de saper sa notation. Le Bénin se situe dans une région peu exposée à ce type de risque. WARA note toutefois l'intensification des risques d'érosion maritime.
Terroristes	Faible à moyenne	Le djihadisme d'Al-Qaïda au Maghreb islamique (AQMI) se translate plus au sud de la zone sahélienne, d'abord au Burkina Faso et au Mali, puis au-delà. La proximité relative de Boko Haram en Afrique centrale est aussi un risque.
Politiques et sécuritaires internes	Faible à moyenne	L'histoire politique du Bénin depuis la chute du Mur de Berlin et la fin du régime marxiste en 1990, soit une génération, montre une certaine maturité dans l'exercice de la transition politique, sans heurts ni violence. Les risques sociaux sont en hausse.
Sécuritaires externes	Faible	Le Bénin entretient de bonnes relations avec ses voisins, sans contentieux avec les Etats limitrophes. Les risques de débordements djihadistes en provenance du Burkina Faso, du Niger ou du Nigéria sont faibles, compte tenu du fait que dans ces pays, la menace se situe en général loin de la frontière béninoise.

Facteurs conjoncturels

Situation et politique budgétaires

- Malgré un resserrement vertueux...
- ...la politique budgétaire reste keynésienne

La tendance au resserrement budgétaire est un facteur positif de notation. Le Bénin a souffert, en 2015 et 2016 (des années électorales), de la dégradation spectaculaire de son solde budgétaire. Ce phénomène n'est pas structurel pour autant, mais très certainement temporaire, même s'il a des effets d'hystérèse sur les exercices 2017 et 2018. Comme le montre le graphique ci-dessous, le déficit budgétaire est aujourd'hui de l'ordre de 0,5% du PIB en 2019. Comme la gestion des dépenses budgétaires est devenue rigoureuse au Bénin, la trajectoire sera forcément positive dans les prochaines années, excepté sur 2020 où la situation sanitaire a conduit tous les gouvernements à travers la sous-région à augmenter leurs dépenses pour faire face à cette situation sans précédent. WARA précise que ce dérapage du déficit public reste un phénomène conjoncturel. A moyen terme, la pente de la courbe dépendra de la performance de l'économie domestique (donc des recettes fiscales et non-fiscales) et de la capacité du secteur privé à se mobiliser pour prendre en charge les investissements nécessaires (donc de l'attractivité du dispositif réglementaire qui commence à se dessiner).



La qualité des politiques fiscales s'améliore, mais le Bénin demeure toutefois encore en-deçà de son potentiel fiscal. Au demeurant, cet état de fait est un facteur positif de notation, en ce sens que l'État béninois dispose d'une marge de manœuvre encore importante pour la collecte de futures recettes supplémentaires, en jouant davantage sur l'assiette des contributions et l'effort de recouvrement que sur le taux proprement dit, notamment d'IS. En termes de taux, comme le suggère le graphique ci-dessous, les sociétés béninoises sont imposées à 30% de leurs bénéfices, contre 28% en moyenne en Afrique. En dépit de cela, le taux de pression fiscale tel que défini par l'UEMOA n'est que de 10,8% au Bénin en 2019, en hausse mais encore loin des 20% prescrit par l'Organisation ouest-africaine et des 18,4% enregistrés par le Togo. En matière de collecte de la TVA, 5% des entreprises contribuent à

80% des recettes de cet impôt indirect. De la même manière, l'IS est lui aussi très concentré sur un nombre limité de grandes entreprises. C'est la raison pour laquelle de nombreux acteurs du secteur informel sont incités à se « formaliser », via l'APIEX. En outre, les autorités ont mis en place les mesures nécessaires pour favoriser la mobilisation des recettes fiscales : (i) annulation des exonérations de TVA ; (ii) introduction de l'impôt sur les plus-values immobilières ; (iii) simplification des procédures de délivrance des certificats fiscaux ; (iv) mise en place d'un système de déclaration de revenus en ligne et de facturation de la TVA ; (v) automatisation de l'application de pénalités de retard. Enfin, comme dans la plupart des autres pays de l'UEMOA, les autorités fiscales mettent un accent tout particulier sur la qualité de la collecte, ce qui ne va pas sans résistances locales, les habitudes d'évitement de la TVA et de l'IS étant parfois très enracinées dans les comportements microéconomiques. Le tableau suivant rend compte des efforts de collecte.

<i>Mds F CFA</i>	2016	2017	2018	2019 Estimations	2020 Projections
Recettes totales	746	944	1 029	1 112	1 220
Recettes fiscales	641	713	811	936	1 030
Taxes sur le commerce extérieur	288	316	332	412	444
Fiscalité directe et indirecte	353	397	479	523	586
Recettes non-fiscales	105	232	217	177	190

Quoiqu'il en soit, malgré le resserrement vertueux et relatif de la politique budgétaire, cette dernière demeurera keynésienne dans l'absolu. En toute logique, il peut difficilement en être autrement dans le contexte d'une politique économique structurelle volontariste. Le Bénin est en phase de construction de son potentiel agro-industriel et infrastructurel futur, tout en diversifiant ses sources de valeur ajoutée ; pour cela, une politique budgétaire expansionniste en valeur absolue (mais sous contrôle relativement à la trajectoire du PIB) est un point de passage obligé, ce que WARA ne considère pas comme une menace pour sa notation, au contraire. Les résultats macroéconomiques sont d'ailleurs probants (et cela malgré la fermeture des frontières nigérianes pendant près de la moitié d'une année), et diluent l'impact du creusement du déficit et donc de l'accumulation de dette dans un volume de valeur ajoutée présente et future beaucoup plus vaste. Au demeurant, au terme du PAG 2016-2021, il est attendu que l'effort d'investissement se rétracte, et avec lui les dépenses budgétaires, ce qui devrait durablement enraciner le solde budgétaire en-deçà de la norme de l'UEMOA et de la CEDEAO, fixée à 3%. En outre, la nature de la dépense est un élément fondamental de l'analyse : les dépenses courantes resteront sous contrôle strict, tandis que la part de l'investissement est très élevée dans la dépense publique : en 2018, la dépense publique d'investissement s'est élevée à 5,6% du PIB, soit 446 milliards de FCFA, ce qui représente 34% des 1.306 milliards de charges budgétaires. C'est positif pour la notation, en ce sens qu'un bon degré de flexibilité budgétaire existe au Bénin. WARA intègre dès à présent cette trajectoire quantitative et qualitative dans sa note de « A- » assignée à la République du Bénin.

Ventilation des charges budgétaires en mds FCFA	2016	2017	2018	2019 Estimations	2020 Projections
Total des charges budgétaires	1 086,3	1 318,1	1 305,9	1 395,7	1 469,2
Charges courantes	781,1	820,2	857,8	944,2	969,2
<i>Part des charges courantes</i>	72%	62%	66%	68%	66%
Charges d'investissement	299,6	491,5	445,6	451,5	500,0
<i>Part des charges d'investisseent</i>	28%	37%	34%	32%	34%
Charges de remboursement	5,5	6,4	2,5	-	-
<i>Part des charges de remboursement</i>	1%	0%	0%	0%	0%

Situation et politique monétaires

- La parité fixe crée l'hétéronomie de la politique monétaire
- Elle génère aussi, potentiellement, un risque de désynchronisation des cycles entre l'Europe et l'Afrique de l'Ouest

La politique monétaire est conduite par une institution régionale, la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), dont les priorités sont i) la maîtrise de l'inflation dans les huit Etats membres, et ii) le maintien de la parité fixe du franc CFA par rapport à l'euro, la convertibilité du franc en euros étant garantie par le Trésor français. Ces arrangements institutionnels et l'excellente politique monétaire de la BCEAO, contribuant grandement à la stabilité et à la crédibilité monétaires de la sous-région, sont des facteurs très positifs de notation. Le franc CFA est en effet en situation de « peg » par rapport à l'euro, la parité étant fixée 655.96 FCFA pour 1 euro ; par conséquent, le franc CFA fluctue librement par rapport au dollar, devise internationale de facturation de la plupart des matières premières. Au regard du triangle d'incompatibilité de Mundell, la politique monétaire ouest-africaine est hétéronome, et dépend assez considérablement des choix monétaires européens, ainsi que de la concurrence des devises internationales. L'Afrique de l'Ouest ne maîtrise pas sa compétitivité-prix, et comme l'inflation y est potentiellement élevée, la parité fixe avec l'euro, et le caractère surévalué de la devise européenne pénalisent doublement les exports en francs CFA. Cet état de fait place la sous-région sous la menace permanente de l'épée de Damoclès d'une dévaluation pour corriger brutalement la détérioration tendancielle des termes de l'échange. De surcroît, le piège de la dette européenne ne fait pas les affaires de la sous-région puisque la politique monétaire européenne aujourd'hui est la seule capable de traiter les enjeux conjoncturels en Europe, tirant les taux d'intérêt à la baisse et créant par la même occasion des opportunités d'arbitrage entre la zone euro et la zone CFA, où les taux d'intérêt restent élevés. Cela dit, les afflux d'investissements de portefeuille vers Afrique de l'Ouest en provenance de l'étranger sont faibles, eu égard à la perception d'un risque élevé pour les placements bancaires en devises dans la sous-région. Par conséquent et en définitive, ces arbitrages de taux demeurent un risque théorique, avec peu de probabilité d'occurrence en pratique.

Le franc CFA devrait connaître une période de volatilité par rapport au dollar, et ce tant que les incertitudes continueront de peser sur le cycle européen ; en tendance et à moyen terme, il paraît cependant assez clair que le franc CFA se dépréciera (comme l'euro) par rapport au dollar, améliorant ainsi sa compétitivité-prix. Puisque la politique monétaire régionale est tributaire de celle de la Banque Centrale Européenne (BCE), il est

nécessaire de clarifier nos anticipations en la matière. Il est probable que la BCE rehausse son taux directeur après que la Réserve Fédérale américaine ne le fera, la croissance de l'Union européenne étant plus fragile que celle des Etats-Unis. Dans ces circonstances, la BCEAO ne devrait pas modifier ses taux directeurs (2,5% pour le guichet périodique et 4,5% pour le prêt marginal), contribuant ainsi au resserrement du gap de taux avec la BCE. L'inflation étant très modérée (1,1% au maximum au Bénin jusqu'en 2021), ce réalignment des politiques monétaires devrait demeurer soutenable ; en revanche, tout désalignement des cycles de grande ampleur risque de mettre à mal la soutenabilité de la politique monétaire régionale ouest-africaine. Ce n'est pas notre scénario de base à moyen terme cela dit.

Si en revanche l'inflation, la croissance et le crédit ralentissent dans la sous-région, il est probable que la BCEAO abaisse une nouvelle fois ses taux, réduisant du même coup encore davantage le gap monétaire avec l'Europe. Dans l'hypothèse où la croissance mondiale se renforce, alors les taux européens et ouest-africains pourront se resserrer encore davantage. Le principal avantage du peg, c'est l'effet disciplinant et crédibilisant qu'il produit : non seulement le franc CFA n'est jamais attaqué, la banque centrale régionale est crédible, et les pressions inhérentes à l'inflation importée sont considérablement comprimées. En 2018, l'inflation béninoise était de 0,8%, malgré le dynamisme de la dépense publique, l'afflux d'IDE et une vitalité économique soutenue. Il est vrai que depuis quatre ans, les prix mondiaux, notamment des matières premières, sont restés déprimés. Ils devraient demeurer relativement stables au cours des trois prochaines années. Dans le cas d'espèce du Bénin, cet état de fait est plutôt favorable : en effet, les enjeux de stabilité sociale interne au lendemain des élections législatives d'avril 2019, qui passent aussi par une protection du pouvoir d'achat, l'emportent aujourd'hui sur les performances de court terme à l'export. En outre, les prix du transport resteront compétitifs à moyen terme, ce qui est favorable au secteur primaire exportateur en définitive. De plus, les prix des produits alimentaires sont amenés à rester compétitifs à moyen terme. Au total, l'inflation béninoise devrait fluctuer dans un corridor compris entre -1% et +1,1% entre 2019 et 2021, facilitant ainsi le calibrage des politiques conjoncturelles. Il existe toutefois un scénario alternatif, qui verrait entre mi-2020 et le premier semestre 2021 un épisode de surchauffe, conséquence du triple effet i) du succès plus rapide que prévu des programmes de dépenses publiques, ii) de la hausse du prix de l'électricité produite domestiquement, et iii) de possibles sur-dépenses électoralistes.

Enfin, et c'est un élément négatif de notation, les passifs contingents de l'Etat à l'égard du système bancaire sont potentiellement élevés. Le taux de crédit bancaire à l'économie demeure limité (20% du PIB en 2018), et le taux de bancarisation ne dépasse pas 22% (y compris la microfinance). Cela dit, pour les 15 banques (dont 2 succursales) qui composent le système bancaire béninois, la moyenne du taux de fonds propres réglementaire sous Bâle II-III n'est que de 9,6% à fin 2018, ce qui conforme au minimum prudentiel mais économiquement faible. La BCEAO suggère et recommande d'ailleurs un renforcement des fonds propres des banques béninoises, notamment ceux des banques publiques, dont deux sont en grande difficulté et en cours de restructuration, pouvant mener à une éventuelle fusion. La rentabilité du système s'est affaiblie en raison de la nécessité de passer davantage de provisions que par le passé. Le taux de créances en souffrance (CES) est de 22,6% au Bénin à fin 2018, ce qui est très élevé. Un choc de crédit de nature systémique pourrait entraîner la cristallisation des passifs contingents de l'Etat et peser lourdement sur ses équilibres

budgetaires : à titre de référence, +5 points de pourcentage du taux de CES (soit un choc de crédit de 20-25% d'intensité) représenteraient 80 milliards de FCFA, soit 1,6x la totalité de la dette portée par les établissements publics à fin 2018 (50,8 milliards de FCFA). Au demeurant, le capital social des banques a été relevé à 10 milliards de FCFA. En revanche, en ce qui concerne les entreprises publiques, leur situation financière et leur gouvernance s'améliorent rapidement : la gestion du Port Autonome de Cotonou (PAC) a été confiée au Port d'Anvers (Pays-Bas), tandis que celle de la Société Béninoise d'Énergie Électrique (SBEE) a été déléguée à Manitoba Hydro (Canada) et celle de l'aéroport de Cotonou à ADP (France). Les passifs contingents que leur endettement représente pour l'État restent relativement limités et en décroissance.

État de la balance des paiements

- Les soldes externes sont temporairement déséquilibrés.

Le compte courant reste déficitaire, une tendance qui devrait se confirmer à moyen terme. C'est un facteur négatif de notation. Malgré l'importance des transferts soutenus par la diaspora béninoise dans le monde, tous les soldes de la balance des paiements sont déficitaires. Le solde officiel des biens et services ne reflète pas l'activité informelle, tandis que l'implémentation du PAG nécessite des importations massives d'équipements. Au total, le solde du compte courant devrait rester déficitaire à hauteur d'un milliard d'USD par an entre 2018 et 2020, soit 6 -7% du PIB. En comparaison de la taille relativement limitée de l'économie béninoise (11% du PIB sous régional en 2018), le déficit du compte courant pèse de manière significative sur les précieuses réserves de change au pot commun sous régional, administré par la BCEAO, et amène le Bénin à recourir à la dette externe, laquelle devrait dépasser 4 milliards d'USD à fin 2019 (y compris le récent eurobond de €500 millions). A fin 2016, la couverture des importations par les réserves ressortait à 4,4 mois au niveau sous régional ; ce ratio s'est établi à 4,3 mois à fin 2017 et à 4,4 mois à fin 2018, tandis qu'il est aujourd'hui de 5,0 mois, ce qui reste très satisfaisant et au-delà de la norme de la CEDEAO de 3,0 mois.

Dans cette perspective, WARA note que la flexibilité externe du Bénin s'est marginalement améliorée à mesure que les capacités de gestion de la dette externe se sont renforcées, ce qui est un facteur favorable à la notation du souverain béninois. Cela n'est évidemment pas étranger au fait qu'en avril 2017, le Bénin a, de sa propre initiative, adhéré au programme FCE (Facilité de Crédit Élargie) du FMI, pour 151 millions d'USD, avec un taux de succès élevé en considération des conclusions émaillant ses revues successives. Le solde des réserves de change sous régionales devrait rester suffisant pour honorer la dette externe des 8 États membres de l'UEMOA à moyen terme, quand bien même le ratio des réserves/dette externe devrait s'orienter à la baisse à l'avenir dans presque tous les pays de la sous-région, et en particulier sous l'effet du financement externe de la croissance dans plusieurs pays de la zone, y compris le Bénin.

Dans l'hypothèse où le programme de réformes sous-jacent au PAG est un succès, i) la compétitivité agro-industrielle du Bénin pourrait être renforcée à moyen terme ; ii) l'attractivité du territoire béninois devrait s'améliorer ; et iii) la production locale devrait se substituer, de manière incrémentale, au ré-export. L'effet combiné de ces trois tendances devrait, en principe, significativement améliorer les soldes externes du Bénin et faire

tendre son compte courant vers l'équilibre, voire l'excédent. Il est sans doute encore trop tôt pour mesurer quantitativement l'effet que peut avoir le PAG sur les équilibres extérieurs au-delà de 2021 et, *in fine*, sur la notation, mais WARA estime que la politique structurelle béninoise contient un substrat potentiellement positif, ce que nous intégrons toutefois dès à présent dans l'évaluation de la qualité de crédit souveraine de la République du Bénin.



STATISTIQUES MACROECONOMIQUES

INDICATEURS	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Réel	Réel	Réel	Réel	Réel	Attendu	Prévu
Production							
PIB (en milliards de FCFA)	6 732,8	7 005,2	7 375,3	7 922,0	8 432,2	9 008,8	9 740,9
Variation du PIB nominal (%)	2,6	4,0	5,3	7,4	6,4	6,8	8,1
Variation du PIB réel (%)	1,8	3,3	5,7	6,7	6,9	3,8	6,0
Variation du déflateur du PIB (%)	0,8	0,7	0,4	0,7	0,4	3,0	2,1
Inflation (%)	0,2	0,8	1,8	0,8	0,9	2,9	2,0
Population (millions)	10,6	10,9	11,2	11,6	11,9	12,2	12,7
PIB par habitant (FCFA)	634 812	641 776	656 659	685 622	709 539	737 182	764 892
PIB par habitant (US\$)	1 073	1 082	1 128	1 234	1 211	1 279	1 358
Secteur extérieur (en milliards de FCFA)							
Exportation FOB	1 617,8	1 890,2	1 924,5	2 122,2	2 097,7	1 898,8	2 306,4
Importations FOB	2 065,3	2 201,9	2 333,0	2 578,2	2 523,5	2 371,7	2 775,8
Solde de la balance commerciale	- 447,4	- 311,7	- 408,5	- 456,0	- 425,7	- 472,9	- 469,4
Solde du compte courant	- 401,6	- 209,9	- 308,3	- 360,3	- 340,2	- 337,9	- 376,4
Solde du compte courant % PIB	- 6,0	- 3,0	- 4,2	- 4,5	- 4,0	- 3,8	- 3,9
Avoirs extérieurs (en mois d'importations)							
Finances publiques (en milliards de FCFA)							
Recettes budgétaires	819,5	745,7	944,4	1 028,6	1 088,0	1 142,1	1 297,1
dont recettes fiscales	713,1	641,1	712,8	811,4	893,3	947,9	1 079,2
dont recettes non-fiscales	106,4	104,6	231,6	217,2	194,7	194,2	217,9
Dépenses budgétaires	- 1 242,3	- 1 086,3	- 1 318,1	- 1 305,9	- 1 225,9	- 1 719,8	- 1 753,8
Solde budgétaire	- 422,8	- 340,6	- 373,7	- 277,3	- 137,9	- 577,8	- 456,7
Finances publiques (% PIB)							
Recettes budgétaires	12,2	10,6	12,8	13,0	12,9	12,7	13,3
dont recettes fiscales	10,6	9,2	9,7	10,2	10,6	10,5	11,1
dont recettes non-fiscales	1,6	1,5	3,1	2,7	2,3	2,2	2,2
Dépenses budgétaires	- 18,5	- 15,5	- 17,9	- 16,5	- 14,5	- 19,1	- 18,0
Solde budgétaire	- 5,9	- 4,4	- 4,3	- 2,9	- 0,5	- 4,7	- 3,6
Dettes publiques							
Dettes publiques % PIB	30,9	35,9	39,7	41,0	41,2	42,0	46,1
dont dette intérieure % PIB	- 56,4	- 56,8	- 68,8	- 79,7	- 61,4	- 69,7	- 68,4
dont dette extérieure % PIB	87,3	92,6	108,5	120,8	102,6	111,7	114,5
Dettes publiques (en milliards de FCFA)	2 080,5	2 513,0	2 927,4	3 251,8	3 476,6	3 784,1	4 488,0
dont dette intérieure (en milliards de FCFA)	- 3 795,5	- 3 976,0	- 5 077,6	- 6 315,2	- 5 177,4	- 6 281,9	- 6 662,0
dont dette extérieure (en milliards de FCFA)	5 876,0	6 489,0	8 005,0	9 567,0	8 654,0	10 066,0	11 150,0
Intérêts dus (en milliards de FCFA)	40,9	63,3	106,4	128,5	139,4	173,2	220,8
Intérêts dus % PIB	0,6	0,9	1,4	1,6	1,7	1,9	2,3
Intérêts dus % recettes budgétaires	5,0	8,5	11,3	12,5	12,8	15,2	17,0
Intérêts dus % exportations	2,5	3,4	5,5	6,1	6,6	9,1	9,6
Service de la dette extérieure (en milliards de FCFA)	3 573,6	3 356,2	3 960,0	4 551,4	4 688,7	5 157,5	5 673,3
Service de la dette extérieure % PIB	53,1	47,9	53,7	57,5	55,6	57,2	58,2
Service de la dette extérieure % recettes budgétaires	436,1	450,1	419,3	442,5	430,9	451,6	437,4
Service de la dette extérieure % exportations	220,9	177,6	205,8	214,5	223,5	271,6	246,0
Situation monétaire							
Masse monétaire (en milliards de FCFA)	1 308,7	1 359,0	1 428,0	1 558,0	1 685,0	1 683,0	1 772,0
Avoirs extérieurs nets (en milliards de FCFA)	1 273,0	1 108,5	990,2	1 187,1	1 232,7	1 539,7	-
Crédit intérieur (en milliards de FCFA)	1 250,6	1 305,8	1 331,0	1 432,4	1 650,5	1 662,1	-
Masse monétaire % PIB	19,4	19,4	19,4	19,7	20,0	18,7	18,2
Avoirs extérieurs nets % PIB	18,9	15,8	13,4	15,0	14,6	17,1	-
Crédits à l'économie % PIB	18,6	18,6	18,0	18,1	19,6	18,4	-
Investissement							
Investissement (en milliards de FCFA)	1 395,8	1 420,1	1 767,2	2 090,3	2 161,2	2 309,3	2 718,0
Investissement (en % PIB)	20,7	20,3	24,0	26,4	25,6	25,6	27,9
Convergence							
Solde budgétaire % PIB	- 5,9	- 4,4	- 4,3	- 2,9	- 0,5	- 4,7	- 3,6
Inflation %	0,2	0,8	1,8	0,8	0,9	2,9	2,0
Masse salariale publique / % Recettes fiscales	48,2	55,2	47,3	44,0	41,2	41,7	38,1
Dettes publiques % PIB	30,9	35,9	39,7	41,0	41,2	42,0	46,1
Taux de pression fiscale %	10,6	9,2	9,7	10,2	10,6	10,5	11,1



W A R A



W A R A

© 2021 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

La notation de crédit est une opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur à faire face au remboursement de ses obligations financières, et non une quelconque appréciation de la valeur des actions de cet émetteur. Il est rappelé qu'il peut être risqué pour un investisseur de fonder sa décision d'investissement sur la seule notation de crédit.

La compréhension des méthodologies et échelles propres à WARA est essentielle pour mesurer la portée des opinions présentées dans les rapports. Il est vivement recommandé aux lecteurs des rapports de se rapprocher de WARA aux fins d'en obtenir copie.

Toutes les informations contenues dans nos rapports ont été obtenues à partir de sources considérées comme fiables. Cependant, étant donné la possibilité d'erreurs humaines ou d'autres aléas, toute information est présentée « en l'état » et sans aucune garantie que ce soit. WARA met tous les moyens à sa disposition pour vérifier la qualité de l'information utilisée pour délivrer une notation. WARA n'étant pas un réviseur de comptes, aucune garantie d'exhaustivité ne peut être fournie. En aucun cas WARA ne pourrait être tenu responsable et redevable à une personne ou une entité pour une quelconque perte réalisée suite à l'émission d'un de ses rapports ; chaque utilisateur de nos rapports est pleinement responsable de l'interprétation qu'il fera des opinions présentées. Ce rapport ne constitue en aucun cas un conseil de vendre, garder ou acheter un quelconque titre de créance.