

# RÉPUBLIQUE DE CÔTE D'IVOIRE

A/Stable/w-3

**ANALYSE**

Décembre 2020

**Cheikh Tidiane SAKHO**

ckeikh.sakho@wara-ratings.com

+221 33 824 60 14 | +221 77 806 24 41

**Saiba FAINKE**

saiba.fainke@wara-ratings.com

+221 33 824 60 14 | +221 77 654 67 11

## TABLE DES MATIÈRES

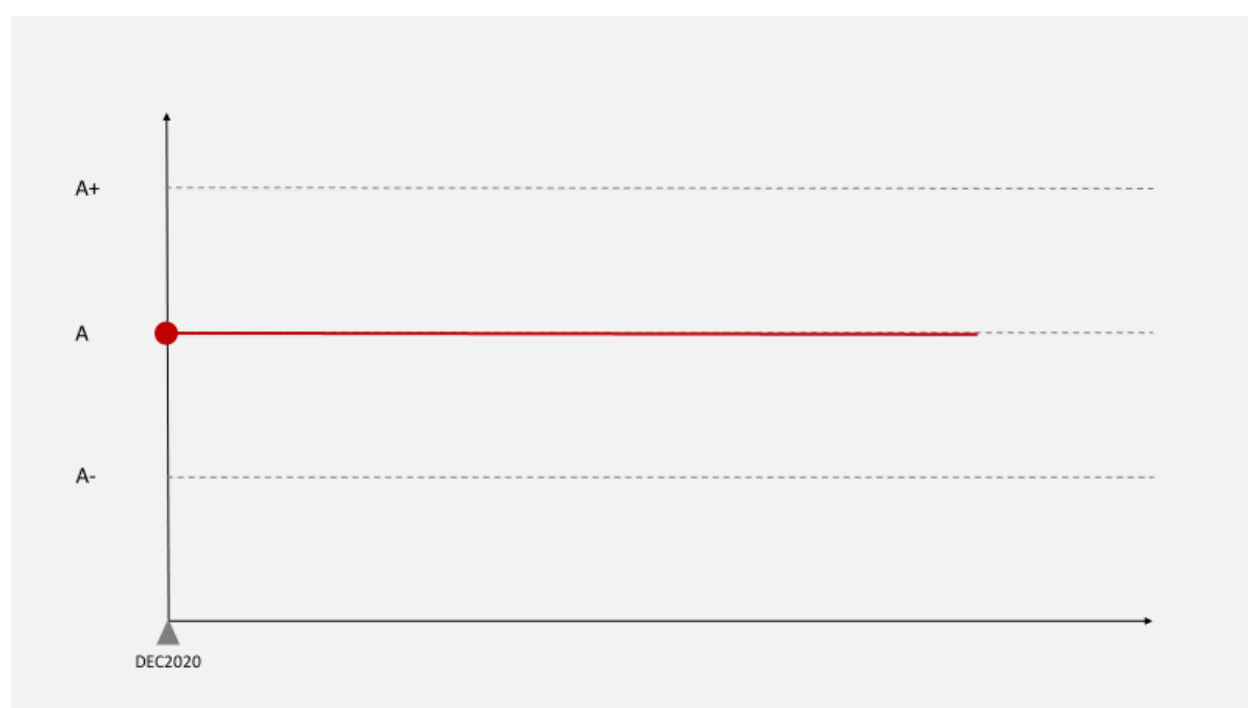
---

<b>NOTATION</b> .....	3
<b>ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME</b> .....	3
<b>RÉSUMÉ</b> .....	3
Points forts.....	4
Points faibles.....	4
<b>CARTE DES SCORES</b> .....	5
<b>PERSPECTIVE</b> .....	6
<b>COMPARAISON AVEC LES PAIRS</b> .....	7
<b>ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE</b> .....	8
<b>Facteurs structurels</b> .....	8
Compétitivité et avantages comparatifs .....	8
Structures économiques .....	9
Endettement public .....	10
<b>Facteurs institutionnels</b> .....	13
Stabilité politique.....	13
Institutionnalisation et normalisation.....	15
Propension aux chocs ponctuels .....	17
<b>Facteurs conjoncturels</b> .....	18
Situation et politique budgétaires.....	18
Situation et politique monétaires .....	20
Etat de la balance des paiements.....	22
<b>STATISTIQUES MACROECONOMIQUES</b> .....	23

## NOTATION

Echelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Souverain	Souverain
Notation de long terme	<b>A</b>	<b>iBB-</b>
Perspective	Stable	Stable
Notation de court terme	w-3	iw-5
Surveillance	Non	Non

## ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



## RÉSUMÉ

WARA assigne en décembre 2020 la notation souveraine de long terme en devise régionale de ‘**A**’ à la République de Côte d’Ivoire. Simultanément, WARA a aussi assigné à la République de Côte d’Ivoire une notation de court terme de ‘**w-3**’ sur son échelle régionale.

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

A titre de référence, WARA assigne un plafond national de ‘A+’ à la République de Côte d’Ivoire.

Les notations et la perspective en devises internationales du souverain ivoirien sont : **iBB-/Stable/iw-5**.

La notation de long terme de 'A' assignée à la République de Côte d'Ivoire équivaut à un score pondéré total de 2,42/6,00, sans qu'aucun ajustement supplémentaire à la carte des scores (page 5) n'ait été apporté.

Cette notation repose sur les principaux facteurs suivants :

### Points forts

- **D'un point de vue structurel, la Côte d'Ivoire est un pays riche en ressources naturelles (i.e. en capital naturel) et bien diversifié**, mais sa population demeure, paradoxalement, relativement pauvre<sup>o</sup>: la taille, la diversité, la location et la spécialisation de l'économie ivoirienne dans le secteur primaire sont autant d'atouts majeurs à l'échelle régionale.
- **Forte de ses avantages comparatifs en termes de ressources naturelles, la Côte d'Ivoire déploie une stratégie pertinente de transformation structurelle vers l'agro-industrie**, plus riche en valeur ajoutée et moins tributaire des cours internationaux de matières premières : ce Plan National de Développement (PND) est finement pensé et exécuté tambours battants.
- **Après une période d'instabilité et de privation, tous les moteurs de la croissance fonctionnent à l'unisson** : la consommation est en hausse, et la balance commerciale est structurellement excédentaire, tandis que l'investissement (créateur d'externalités positives) est spectaculaire.
- **La dette brute de l'Etat, relativement à son PIB, reste modérée**, à 42,1% du PIB en juin 2020 ; et sa soutenabilité de moyen terme n'est pas sujette à caution.

### Points faibles

- **L'équilibre social, politique et sécuritaire ivoirien demeure fragile**, comme le soulignent i) la récurrence d'épisodes de contestation interne (militaires, fonctionnaires, partisans de l'ancien régime), et ii) la montée des incertitudes à l'approche de presque toutes les échéances électorales importantes, comme l'a encore montré la dernière élection présidentielle d'octobre 2020, suggérant un contexte politique encore loin d'avoir trouvé un rythme de croisière.
- **Dans ce contexte, l'attractivité du territoire ivoirien demeure perfectible**, malgré les ressources naturelles spectaculaires dont disposent tant son sol que son sous-sol. Cependant, WARA constate une amélioration notable des indices de gouvernance au cours des trois dernières années.
- **Enfin, en matière de compétitivité, l'économie ivoirienne est encore vulnérable**, ce qui éloigne tant la croissance réelle (aujourd'hui artificiellement dopée par le keynésianisme de l'investissement public) que les recettes fiscales de leur plein potentiel, et fragilise la soutenabilité de long terme de la dette publique et la trajectoire macroéconomique ivoirienne.

## CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION SOUVERAINE			Pondération	Score	Score pondéré
<b>FACTEURS STRUCTURELS</b>			<b>40%</b>	<b>2.53</b>	<b>1.01</b>
<b>FNS1</b>	<b>Compétitivité et avantages comparatifs</b>	<b>CA</b>	<b>15%</b>	<b>3.00</b>	<b>0.45</b>
	<i>Compétitivité prix et régime de change</i>		4%	3.00	0.12
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		6%	3.00	0.18
	<i>Politique économique structurelle</i>		5%	3.00	0.15
<b>FNS2</b>	<b>Structures économiques</b>	<b>SE</b>	<b>13%</b>	<b>2.15</b>	<b>0.28</b>
	<i>Niveau de richesse</i>		6%	3.00	0.18
	<i>Diversification économique</i>		4%	1.00	0.04
	<i>Volatilité du produit intérieur</i>		3%	2.00	0.06
<b>FNS3</b>	<b>Endettement public</b>	<b>EP</b>	<b>12%</b>	<b>2.33</b>	<b>0.28</b>
	<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%	3.00	0.12
<b>FACTEURS INSTITUTIONNELS</b>			<b>35%</b>	<b>2.51</b>	<b>0.88</b>
<b>FNS4</b>	<b>Stabilité politique</b>	<b>SP</b>	<b>13%</b>	<b>2.54</b>	<b>0.33</b>
	<i>Régime politique</i>		6%	2.00	0.12
	<i>Degré d'alternance</i>		4%	3.00	0.12
	<i>Degré de violence sécuritaire</i>		3%	3.00	0.09
<b>FNS5</b>	<b>Institutionnalisation et normalisation</b>	<b>IN</b>	<b>12%</b>	<b>2.58</b>	<b>0.31</b>
	<i>Efficacité exécutive</i>		5%	2.00	0.10
	<i>Indépendance judiciaire</i>		4%	3.00	0.12
	<i>Autonomie législative</i>		3%	3.00	0.09
<b>FNS6</b>	<b>Propension aux chocs ponctuels</b>	<b>PC</b>	<b>10%</b>	<b>2.40</b>	<b>0.24</b>
	<i>Probabilité des chocs internes</i>		4%	3.00	0.12
	<i>Risques de chocs externes</i>		3%	2.00	0.06
	<i>Risques environnementaux</i>		3%	2.00	0.06
<b>FACTEURS CONJONCTURELS</b>			<b>25%</b>	<b>2.12</b>	<b>0.53</b>
<b>FNS7</b>	<b>Situation et politique budgétaires</b>	<b>PB</b>	<b>9%</b>	<b>2.33</b>	<b>0.21</b>
	<i>Solde primaire</i>		3%	2.00	0.06
	<i>Solde budgétaire total</i>		3%	2.00	0.06
	<i>Qualité des politiques fiscales</i>		3%	3.00	0.09
<b>FNS8</b>	<b>Situation et politique monétaires</b>	<b>PM</b>	<b>8%</b>	<b>1.38</b>	<b>0.11</b>
	<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%	1.00	0.02
<b>FNS9</b>	<b>Etat de la balance des paiements</b>	<b>BP</b>	<b>8%</b>	<b>2.63</b>	<b>0.21</b>
	<i>Balance commerciale</i>		3%	3.00	0.09
	<i>Balance des capitaux et transferts</i>		3%	2.00	0.06
	<i>Réserves de change</i>		2%	3.00	0.06
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL</b>					<b>2.42</b>
<b>AJUSTEMENT</b>					<b>0%</b>
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ</b>					<b>2.42</b>
<b>NOTATION INTRINSÈQUE</b>					<b>A</b>

De:	SPTA		NS	NS
	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-
<b>2.25</b>	<b>2.49</b>		<b>A</b>	<b>iBB-</b>
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 de la Côte d'Ivoire est **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que la société ivoirienne, malgré ses oppositions encore vivaces et le souvenir encore récent d'un conflit sanglant, semble plus apaisée et résolue à des solutions politiques non violentes. En outre, l'économie ivoirienne a recouvré assez rapidement un rythme de croissance soutenu, quoiqu'en-deçà de son potentiel. Le pays a bénéficié de l'aide internationale, tant directe qu'indirecte, tandis que les investissements directs étrangers ont afflué massivement depuis l'accession au pouvoir du Président OUATTARA (au rythme de 1,4% du PIB en moyenne annuelle au cours des 7 dernières années). Les IDE sont attirés par le potentiel considérable que concentre ce territoire vaste et encore assez largement sous-exploité. La spécialisation internationale de la Côte d'Ivoire dans le secteur agro-industriel est pertinente ; le PND 2016-2020, bien pensé et surtout exécuté à vive allure, entend poursuivre cette tendance vers la transformation agro-industrielle structurelle de l'économie ivoirienne, pour gagner en valeur ajoutée et en stabilité macroéconomique, un peu plus loin des vicissitudes de prix des matières premières brutes.

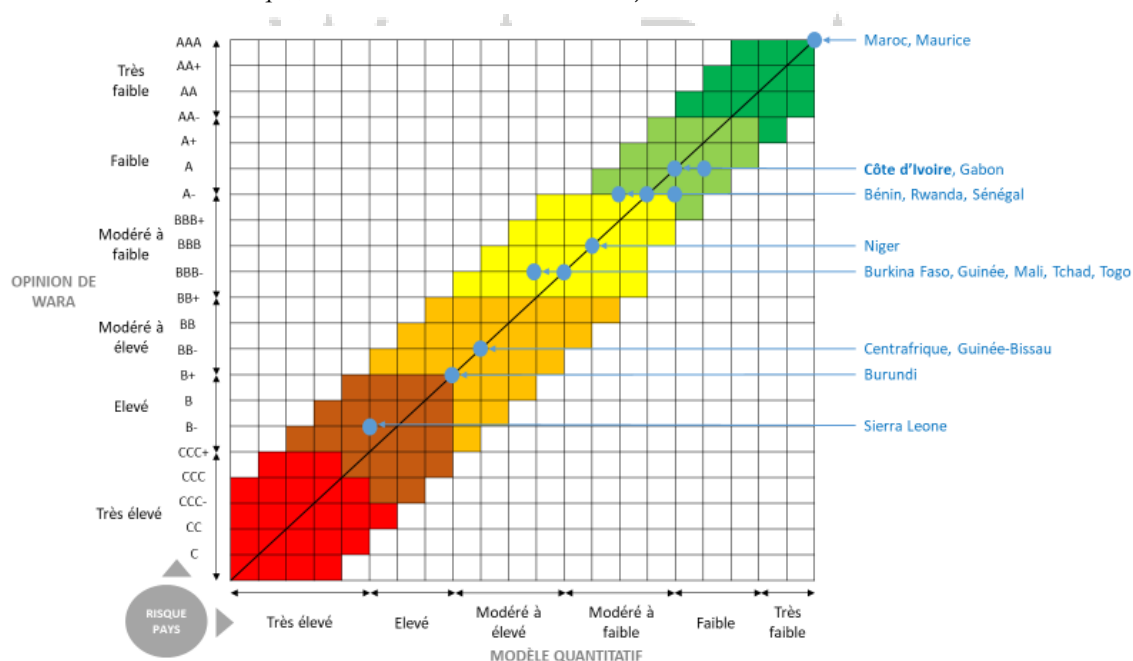
**Une amélioration de la notation souveraine de la Côte d'Ivoire est tributaire :** i) d'un climat social plus apaisé, ii) d'une réduction significative des risques politiques pré- et post-électoraux et, *in fine*, iii) d'un renforcement de ses institutions républicaines, elles-mêmes tributaires iv) d'un consensus national autour d'une vision claire, déclinée notamment dans une stratégie économique lisible, cohérente et applicable, c'est-à-dire du succès du PND 2016-2020 ; et v) du rétrécissement du gap de production (output gap) vers son plein potentiel, à même de réduire le poids relatif de la dette publique à l'avenir, constitue une condition nécessaire au rehaussement de la note. La probabilité que l'un ou plusieurs de ces scénarios se manifestent est significative,

ce qui signifie que la notation intrinsèque de la République de Côte d'Ivoire porte en elle des possibilités réelles de rehaussement ; cela dit, il est possible que cette tendance ne se matérialise qu'à moyen ou long terme, au-delà de 2020 et à la lumière des résultats du dialogue politique lancé après les élections.

**Une détérioration de la notation souveraine de la Côte d'Ivoire serait la conséquence :** i) d'un enlèvement politique à même d'empêcher le prochain Président de la République de gouverner efficacement ; ii) d'une baisse brutale des cours des matières premières, principale source de croissance économique (et de devises pour la sous-région) ; iii) d'une croissance trop faible pour diluer le poids relatif de la dépense et de la dette publiques ; ou iv) de possibles crispations sociales, voire identitaires, dans l'hypothèse où les nécessaires réformes seraient insuffisantes ou inévitables. De toute évidence, si des violences politiques autres que sporadiques venaient à réapparaître, la note serait immédiatement abaissée d'un ou plusieurs crans. La probabilité qu'un ou plusieurs de ces scénarios se matérialisent à moyen terme est a priori faible aujourd'hui, ce qui signifie que la perspective d'une baisse de note demeure à ce stade relativement limitée. Cela dit, ces scénarios négatifs pourraient gagner en intensité à mesure que le pays s'approche des échéances électorales de 2020.

## COMPARAISON AVEC LES PAIRS

**En zone UEMOA, la Côte d'Ivoire se caractérise par le niveau de risque souverain le plus faible.** Les notations de WARA étant d'abord de nature ordinale, 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 Bénin, le Rwanda et le Sénégal) en devises locales. A contrario, quatre pays se trouvent dans les catégories de risque-pays « modéré à élevé » et « élevé » (la Guinée-Bissau, la Centrafrique, le Burundi et la Sierra Leone).



## ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE

### Facteurs structurels

#### Compétitivité et avantages comparatifs

- Un pays agricole n'a pas la maîtrise de sa compétitivité...
- ... surtout lorsque son niveau de richesse est si éloigné de son potentiel

**La Côte d'Ivoire est d'abord un pays agricole ; par conséquent, la sensibilité encore élevée de l'économie ivoirienne à la volatilité des cours mondiaux des matières premières non transformées est un facteur négatif de notation.** Le secteur primaire emploie la moitié de la population active. Par conséquent, il y a assez peu de tension et de flexibilité sur le marché du travail, ce qui contribue à freiner le développement des secteurs secondaires et tertiaires. Le secteur agricole ivoirien, peu intensif d'un point de vue technologique, demeure encore vulnérable à des chocs exogènes, notamment aux variations climatiques inattendues. La Côte d'Ivoire est le premier producteur et exportateur mondial de cacao, qui représente à lui seul la moitié de ses exportations ; le café, l'anacarde, l'huile de palme et le caoutchouc naturel sont parmi les autres matières premières agricoles pour lesquelles la Côte d'Ivoire dispose d'un avantage comparatif. L'économie ivoirienne est donc sensible aux fluctuations des prix internationaux des matières premières et, dans une moindre mesure, aux conditions climatiques. Par exemple, les températures élevées de 2012 ont été à l'origine de l'une des plus mauvaises récoltes de cacao de la décennie. De la même manière, la période de très forte croissance qui a immédiatement précédé la guerre civile était due à un emballement des prix du cacao en 2010, qui a atteint cette année son point le plus élevé en 33 ans.

**La population ivoirienne est en moyenne anormalement pauvre, ce qui place la consommation intérieure très en-deçà de son potentiel.** C'est aussi un facteur négatif de notation. Un Ivoirien sur deux vit en-dessous du seuil de pauvreté, et l'espérance de vie moyenne est de 53,6 ans. Le PIB par habitant n'a franchi la barre symbolique des 1000 USD qu'en 2008. C'est la raison pour laquelle les autorités souhaitent organiser la sortie progressive du secteur primaire, sans pour autant lui tourner le dos, vers l'agro-industrie et aussi les mines (notamment d'or) ainsi que les hydrocarbures, qui permettraient de financer la montée en gamme de l'économie ivoirienne. En outre, le secteur primaire tend à générer des comportements de recherche de rente, peu productifs. Cela dit, l'économie ivoirienne a bien résisté à la crise de 2008, année pendant laquelle la croissance fut de 2%, puis de 4% pendant les deux années qui ont suivi. Seul le choc de la guerre civile post-électorale de 2011 a eu raison de la tendance de croissance soutenue de l'économie ivoirienne. Le PIB s'est contracté de 5,9% en 2011, qui fut une année de déflation massive. Conformément à la plupart des prévisions, la croissance a très vite recouvré une tendance vigoureusement haussière, et même supérieure au cycle précédent, i.e. avant 2011. La croissance réelle a atteint 10,7% en 2012, et n'est jamais passée en-dessous de la barre des 6% au cours des années qui ont suivi.



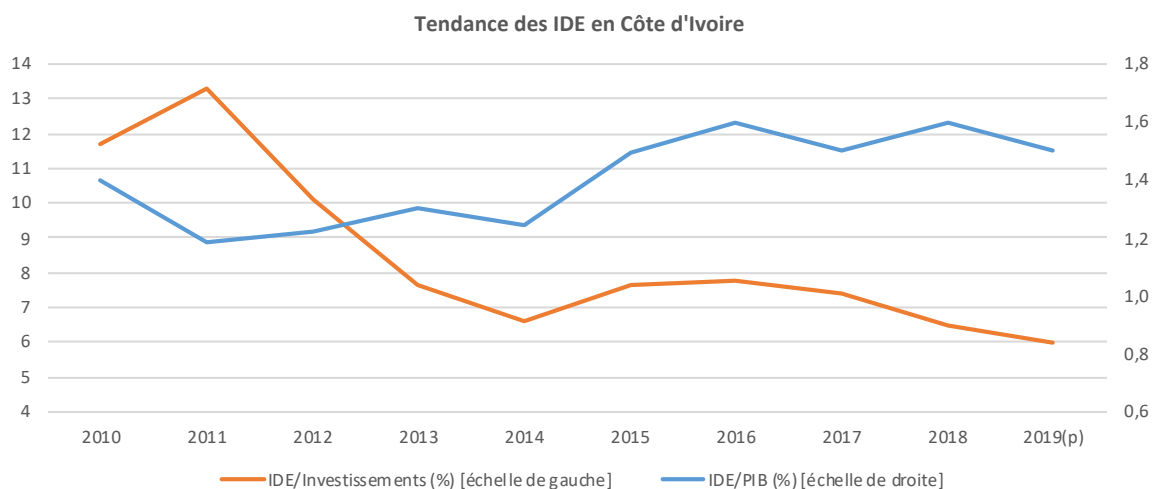
## Structures économiques

- La politique économique structurelle de la Côte d'Ivoire est très bien pensée et exécutée de manière vigoureuse
- La diversification structurelle de son économie est bonne ; les infrastructures se renforcent de manière spectaculaire

**Le premier PND 2010-2015 a été un indéniable succès ; le second, couvrant la période 2016-2020, se place dans la continuité ambitieuse du précédent, et il est en passe de transformer l'outil de production ivoirien. C'est un facteur positif de notation.** Deux mots d'ordre sous-tendent le PND 2016-2020 : industrialisation et externalités. L'objectif d'industrialisation est consubstantiel d'une transformation structurelle de l'économie ivoirienne, du secteur primaire essentiellement agricole vers le secteur secondaire prioritairement agro-industriel, en s'appuyant sur ce qui différencie la Côte d'Ivoire, à savoir ses ressources naturelles abondantes. Cela devrait aussi nourrir davantage de diversification économique, notamment à l'export, afin de réduire la dépendance du pays à sa filière café-cacao. Dans la même veine, en renforçant le contenu en valeur ajoutée de la production ivoirienne, l'élasticité-prix de ses exportations devrait se contracter de manière incrémentale et, avec elle, la vulnérabilité de l'économie ivoirienne à la volatilité des cours des matières premières. De manière concomitante, la politique économique structurelle ivoirienne met l'accent sur la nécessité de continuer à dynamiser son réseau d'infrastructures en général, y compris celui des transports en particulier, afin de générer des externalités positives, de désenclaver les zones agricoles et d'améliorer l'efficacité des flux commerciaux.

**L'économie ivoirienne est intrinsèquement diversifiée, mais ses sources de valeur ajoutée ne le sont pas encore.** C'est là tout l'enjeu du PND 2016-2020 : enrichir le contenu en valeur ajoutée et en emplois de la croissance ivoirienne. WARA analyse la dynamique de la notation de la Côte d'Ivoire selon la grille suivante. i) Les avantages comparatifs de la Côte d'Ivoire résident essentiellement dans ses ressources naturelles abondantes, lesquelles constituent son principal capital et son patrimoine le plus déterminant. ii) Eu égard à son histoire récente, la Côte d'Ivoire n'a pas pu pleinement valoriser ce patrimoine, d'où le phénomène de rattrapage qui se solde par des taux de croissance réelle spectaculaires. iii) Ces taux de croissance, les plus élevés de la sous-région et stables au cours des 7 dernières années, se sont produits malgré la volatilité des cours des matières premières, ce qui semble être un paradoxe a priori. iv) Ce paradoxe s'explique par le niveau des investissements, notamment en infrastructures, financés par le budget de l'État et donc par la dette. v) C'est un pari keynésien qui comporte aussi une dimension structurelle : la transformation structurelle de l'économie vers l'agro-industrie, c'est-à-dire la translation de la valeur ajoutée du secteur primaire (agricole) vers le secteur secondaire (agro-industriel). vi) La raison sous-jacente de ce "pari structurel" est la montée en gamme de l'économie ivoirienne, à même de réduire l'élasticité-prix des exportations (trop élevée pour les matières premières brutes, plus faible pour les matières premières transformées). C'est tout le défi du PND. vii) La limite vraisemblable de l'exercice est que le PND est à 60% tributaire des investissements privés, notamment étrangers, lesquels considèrent comme hypothèses tant la stabilité politique, qui commence par la lisibilité et la prévisibilité des urnes en 2020, que le maintien de taux de croissance élevés. viii) Or rien ne

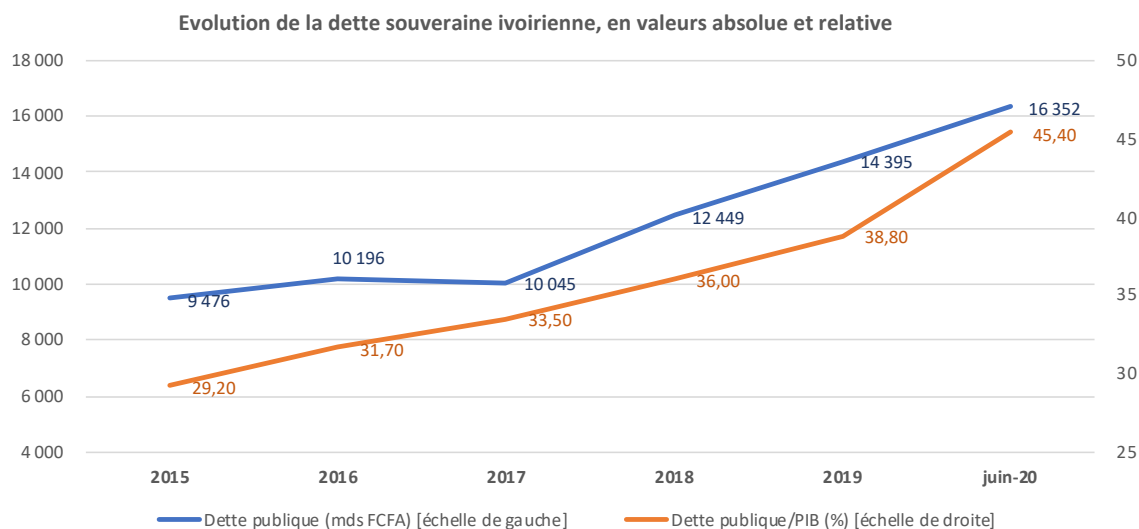
laisse entendre que la transition politique se fera en douceur. L'imprévisibilité politique reste le risque majeur qui pèse sur la notation de la Côte d'Ivoire. ix) A cela s'ajoutent l'inadéquation du capital humain, la relative fragilité des institutions, l'attractivité encore insuffisante du territoire et la possible volatilité des normes. x) Au total, l'économie ivoirienne est encore structurellement très en-deçà de son potentiel.



### Endettement public

- La dette souveraine est sous contrôle...
- ... malgré des investissements publics considérables

**Le poids relatif de la dette publique ivoirienne s'est fortement contracté après la décennie d'instabilité qui s'est achevée en 2011.** C'est essentiellement grâce à l'aide internationale directe et indirecte que le stock de la dette est passé de 8 377,1 milliards FCFA en 2011 à 4 679,6 milliards FCFA en 2012. Par conséquent, le poids relatif de la dette publique interne et externe a considérablement diminué en proportion des indicateurs de production. Comme la croissance s'est maintenue à un rythme élevé depuis 2012, la forte croissance de la dette publique, ne s'est pas traduite par une envolée du ratio de dette/PIB, lequel reste relativement modeste à 38,8% à fin 2019. WARA identifie toutefois une fragilité en filigrane de ces statistiques au demeurant fort positives : la stabilité du ratio de dette sur PIB a été obtenue modulo une croissance du dénominateur alimentée par l'investissement public. Les hypothèses de croissance future pourraient ne pas être validées dans les faits, ce qui entraînerait en retour un effet boule de neige sur la dette. Ce n'est pas le scénario central des autorités, ni celui de WARA cela dit.



**En comparaison de ses pairs régionaux (en UEMOA), le taux de dette de la Côte d'Ivoire ressort comme robuste.** C'est un facteur positif de notation. La Côte d'Ivoire respecte les critères d'endettement public prescrit par l'UEMOA, qui est un maximum de 70% pour la dette publique brute rapportée au PIB. Au regard du ratio dette/PIB, la Côte d'Ivoire occupe la 4<sup>ème</sup> place en 2018. Compte tenu du renforcement très évident de ses infrastructures et à la taille de son économie, cette position relative de la Côte d'Ivoire est favorable. Cela dit, à fin décembre 2018, 66% de la dette publique ivoirienne était libellée en devises, ce qui contraint (et incite) l'économie ivoirienne à renforcer tant sa compétitivité que son attractivité, mais place les réserves de change sous-régionales sous une tension accrue. En revanche, une grande partie de cette dette souveraine externe a été octroyée à la Côte d'Ivoire à des conditions concessionnelles

### Critères de convergence de l'UEMOA (2019)

2019	Norme	BEN	BKN	CDI	GNB	MAL	NGR	SEN	TOG
Solde budgétaire/PIB	≥ -3%	-0,50%	-3,00%	<b>-2,30%</b>	-4,20%	-1,70%	-3,60%	-3,90%	-1,10%
Inflation	≤ 3%	-0,90%	-3,20%	<b>0,80%</b>	0,20%	-3,00%	-2,50%	1,00%	0,70%
Dette publique/PIB	≤ 70%	41,20%	46,90%	<b>38,80%</b>	55,90%	37,20%	40,10%	56,60%	68,30%
Salaires/recettes fiscales	≤ 35%	41,40%	57,30%	<b>40,50%</b>	57,50%	34,50%	36,00%	30,40%	34,30%
Pression fiscale	≥ 20%	10,60%	17,50%	<b>12,20%</b>	9,30%	14,70%	10,50%	17,40%	19,50%

### Composition de la dette publique ivoirienne au 31 décembre 2019

Stock de Dette Extérieur	8 867,5	62%
Stock de Dette Intérieur	4 432,7	31%
Stock des Entreprises Publiques	1 094,9	8%
Total Dette Publique	14 395,1	

**La soutenabilité de la dette publique ivoirienne à moyen terme ne présente aucun signe de tension. C'est un facteur très positif et essentiel de notation.** Comme le résume le tableau ci-dessous, le ratio du service de la dette, qui rapporte les ressources disponibles (fiscales et non-fiscales) à la somme du remboursement du principal de la dette et de sa charge d'intérêt, s'est renforcé de 274% à 316% entre 2014 et 2019. Ce ratio est aujourd'hui très robuste, mais il pourrait être amené à décroître à mesure que i) la croissance ralentit et, avec elle, la progression des recettes fiscales, ii) le PND va requérir 1.800 milliards de FCFA par an de dette supplémentaire entre 2016 et 2020 et iii) que les effets de la crise sanitaire se font sentir. Toutefois, malgré cet effet ciseaux d'intensité significative, 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.

<i>En milliards de FCFA</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (prov)
<b>Stock de la dette totale</b>	<b>7 914,8</b>	<b>9 023,2</b>	<b>10 045,1</b>	<b>11 607,8</b>	<b>13 300,2</b>	<b>16 802,3</b>
Dette Extérieure	4 489,1	4 974,2	5 770,0	7 613,4	8 867,5	10 756,7
Dette Intérieure	3 425,7	4 049,1	4 275,1	3 994,4	4 432,7	6 045,6
<b>DETTE/PIB</b>	<b>29,2%</b>	<b>31,7%</b>	<b>33,5%</b>	<b>36,0%</b>	<b>38,8%</b>	<b>47,8%</b>
<b>Service de la dette totale</b>	<b>1 151,7</b>	<b>1 309,2</b>	<b>1 448,2</b>	<b>1 547,2</b>	<b>2 764,6</b>	<b>1 926,3</b>
Service dette intérieure	887,7	976,2	891,9	937,0	1 180,9	1 162,5
<i>Intérêt</i>	149,0	189,9	207,3	217,2	242,9	318,7
<b>Service dette extérieure</b>	<b>264,0</b>	<b>333,0</b>	<b>556,2</b>	<b>610,2</b>	<b>1583,7</b>	<b>763,8</b>
<i>Intérêt</i>	152,2	177,0	193,1	237,8	313,5	427,3

#### **Contrat de Désendettement et de Développement (C2D) entre la France et la Côte d'Ivoire**

C'est dans le cadre du contexte général d'annulation de la dette liée à l'aide publique au développement que la République française a initié le Contrat de Désendettement et de Développement (C2D) avec la Côte d'Ivoire. En 2012, la Côte d'Ivoire est arrivée au terme de l'initiative PPTE (Pays Pauvre Très Endetté), ouvrant la voie à un allègement substantiel de sa dette extérieure. La France a annulé une partie de sa dette, tandis que l'autre partie a été transformée en subventions pour financer des projets de développement. Au total, ce sont alors 2.500 milliards de FCFA qui ont été consentis par la France, à long terme. Le premier C2D a été signé en 2012 pour une enveloppe de 413 milliards de FCFA et couvrant la période 2012-2015, tandis que le deuxième C2D a été signé en 2014 pour 738 milliards de FCFA et couvrant la période 2014-2020. Le principe d'un troisième C2D a été acté en 2017. Aussi la France reste-t-elle un des tout premiers partenaires au développement de la Côte d'Ivoire, dans la durée et de manière collaborative. C'est indéniablement un facteur positif de notation.

## Facteurs institutionnels

### Stabilité politique

- Dix années de conflit larvé ont finalement accouché d'une forme fragile de stabilité politique
- La société semble cependant plus apaisée

**Le contexte politique semble moins crisogène depuis une décennie, mais des soubresauts épisodiques continuent de secouer le pays, notamment en période de campagnes électorales, ce qui est un facteur négatif de notation.** Les perspectives politiques à court et moyen termes seront dominées par les retombées de l'élection présidentielle du 31 octobre 2020, sur fond d'une légitimité fragile du pouvoir central et d'une opposition en embuscade. Cette absence de consensus national et cette tension latente sont des facteurs négatifs de notation, tant ils tendent à repousser à des échéances ultérieures l'apaisement politique dont l'économie nationale a besoin pour tendre vers son plein potentiel. Alassane Ouattara est président depuis 2010, et avait initialement déclaré qu'il ne se présenterait pas au scrutin, mais après la mort soudaine du candidat du Rassemblement des houphouëtistes pour la démocratie et la paix (RHDP) au pouvoir trois mois avant l'élection, M. Ouattara a changé d'avis. Plusieurs partis d'opposition ont boycotté le vote, conduisant à un taux de participation très bas (environ 54%) et par conséquent à la victoire écrasante du Président sortant. La tactique de l'opposition était de fragiliser la légitimité du scrutin au motif que le Président sortant avait déjà rempli deux mandats présidentiels consécutifs, ce qui est le maximum prévu par la constitution, selon la lecture qu'en fait l'opposition. M. Ouattara a fait valoir au contraire que l'adoption d'une nouvelle constitution en 2016 lui a permis de se présenter à nouveau, au motif qu'il n'avait pas purgé deux mandats en vertu de la constitution actuelle. Les tentatives ultérieures de l'opposition pour lancer un gouvernement de transition ont échoué, et des affrontements caractérisés par des niveaux variables de violence ont continué à traverser le pays, avant de baisser en intensité pour enfin disparaître. Les prochaines élections législatives sont prévues en octobre 2021. Le RHDP reste la principale force politique du pays. Le parti dispose de ressources importantes et de nombreuses alliances avec de petits groupes d'intérêts. Les circonscriptions électorales sont également favorables au RHDP. Actuellement, le nord du pays (un bastion du RHDP) se compose de 69 circonscriptions contenant une population d'environ un demi-million de personnes, mais le sud (un bastion de l'opposition) ne compte que 28 circonscriptions pour une population totale de près de 2 millions d'habitants. La prochaine élection présidentielle n'est prévue qu'en 2025. Aussi, le RHDP devrait donc continuer à dominer l'Assemblée nationale. A l'extérieur, la politique étrangère restera fortement influencée par un effort visant à attirer les investissements étrangers et les financements pour financer des plans de dépenses ambitieux. Le gouvernement renforcera également ses relations avec les Etats susceptibles d'offrir des solutions de financement en devises, afin de répondre aux besoins importants du pays en infrastructures. M. Ouattara a précédemment indiqué qu'il souhaiterait s'éloigner du parapluie sécuritaire français, mais la présence française restera forte. La France dispose d'une base militaire permanente dans le pays, en partie pour aider à consolider la paix, mais aussi pour soutenir

des opérations militaires ailleurs sur le continent. Le Mali, la Côte d'Ivoire et le Burkina Faso ont lancé un projet de zone économique spéciale (ZES) - avec des plans pour une zone de libre-échange et des incitations fiscales et financières. Bien que la mise en œuvre de la ZES soit lente et que des contraintes structurelles demeurent, il s'agit d'une étape importante vers davantage d'intégration économique ouest-africaine.

**La société civile et les forces de sécurité font écho à cette incertitude par des actions épisodiques mais symboliquement chargées.** En janvier et mai-juin 2017, la Côte d'Ivoire a été secouée par des mutineries d'anciens rebelles intégrés dans l'armée. Le Ministre de la Défense ivoirien a déclaré au mois de mai 2017 qu'un accord avait été trouvé avec les soldats mutins et la situation a été maîtrisée par le gouvernement et les forces de l'ordre. Les soldats mutins réclamaient le solde de leurs salaires et le paiement de leurs primes. Plusieurs villes ont été paralysées. Les autorités ont ramené le calme en promettant « d'améliorer les conditions de vie » de toutes les forces de sécurité. Les soldats mutins ont obtenu gain de cause avec le versement de 12 millions de francs CFA par personne. Simultanément, en janvier 2017, les fonctionnaires ont fait grève, pour obtenir i) le paiement des arriérés de primes ; ii) le paiement des arriérés de salaires ; iii) l'intégration effective dans la fonction publique des agents journaliers ; iv) la revalorisation de points d'indice (équivalente à une augmentation salariale) ; et v) le changement du mode de calcul des retraites. Trois de ces cinq revendications ont été satisfaites par l'État et acceptées par la cinquantaine de syndicats de la fonction publique mobilisés pour l'occasion.

**La violence politique, quant à elle, est désormais d'intensité faible.** Des attentats terroristes ont bien eu lieu à Grand Bassam en mars 2016. A priori, le risque djihadiste reste significatif en Côte d'Ivoire, mais pas au point de peser sur sa notation. Enfin, il n'y a, à ce stade, aucune indication laissant supposer que des forces rebelles résiduelles puissent avoir la possibilité de prendre de l'ampleur ; la résurgence d'un conflit intestine reste par conséquent peu probable. Les élections présidentielles de 2020, bien que très tendues et marquées par des affrontements ayant causé des dizaines de victimes, les violences n'ont pas pris une dimension nationale. Dans cette veine, il est peu probable que les législatives de 2021 ne deviennent des tribunes de déstabilisation, voire un exutoire d'ambitions personnelles peu soucieuses de l'intérêt général. La société civile étant a priori peu encline à voir se reproduire les heures sombres du passé, les risques d'échauffourées ne sont pas à exclure, l'issue desquelles pourraient être imprévisibles a priori.

## Institutionnalisation et normalisation

- Les indices de gouvernance et le climat des affaires en particulier, s'améliorent
- L'exécutif gagne en efficacité, mais le législatif ne constitue pas vraiment un contre-pouvoir
- L'institution judiciaire, malgré des critiques parfois sévères, s'améliore rapidement

Les indices de gouvernance s'améliorent. En particulier, l'amélioration de l'efficacité de l'exécutif et du climat des affaires est un facteur positif de notation. Pour mesurer les facteurs institutionnels, WARAA 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. En 2019, la Côte d'Ivoire se classe dans les premiers et deuxièmes quartiles quel que soit l'indice, excepté pour l'indice de stabilité politique, comme l'indiquent les tableaux ci-dessous.

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

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 2017	BEN	BKN	CDI	GNB	MAL	NGR	SEN	TOG	Sources
Indice de contrôle de la corruption	-0,55	-0,11	-0,52	-1,56	-0,63	-0,65	0,09	-0,71	Banque Mondiale
Indice d'efficacité de l'Etat	-0,64	-0,59	-0,74	-1,77	-0,94	-0,67	-0,32	-1,13	Banque Mondiale
Indice de stabilité politique et d'absence de violence	0,05	-0,92	-1,09	-0,60	-1,91	-1,30	-0,04	-0,74	Banque Mondiale
Indice de qualité de la réglementation	-0,47	-0,44	-0,36	-1,18	-0,57	-0,68	-0,15	-0,79	Banque Mondiale
Indice d'état de droit	-0,62	-0,40	-0,63	-1,44	-0,78	-0,68	-0,15	-0,71	Banque Mondiale
Indice de liberté et responsabilité politiques	0,38	0,06	-0,27	-0,80	-0,26	-0,41	0,32	-0,62	Banque Mondiale
Rang "Doing Business" (climat des affaires)	151	148	139	176	143	144	140	156	Banque Mondiale
Indice global de compétitivité (valeur)	44,4	43,9	47,6	N/D	43,6	N/D	49,0	N/D	World Economic Forum
Indice global de compétitivité (rang mondial)	123	124	114	N/D	125	N/D	113	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

<span style="background-color: #c6e0b4; border: 1px solid black; display: inline-block; width: 15px; height: 10px;"></span> Premier quartile	<span style="background-color: #fff2cc; border: 1px solid black; display: inline-block; width: 15px; height: 10px;"></span> Deuxième quartile
<span style="background-color: #f4cccc; border: 1px solid black; display: inline-block; width: 15px; height: 10px;"></span> Troisième quartile	<span style="background-color: #f4cccc; border: 1px solid black; display: inline-block; width: 15px; height: 10px;"></span> Quatrième quartile

**Cependant, le pouvoir législatif demeure un contre-pouvoir très relatif.** Depuis l'entrée en vigueur en 2017 de la Constitution de 2016, le système législatif est certes désormais bicaméral. Cela dit, au Sénat, le RHDP (la coalition dominante) contrôle 50 des 66 sièges ouverts au suffrage, tandis que le Président y nomme les 33 autres sénateurs. Cela signifie que la majorité contrôle 83,8% du Sénat. A l'Assemblée Nationale, 133 des 255 sièges sont contrôlés par le RHDP, soit 52,1%. Avec la majorité absolue dans les deux chambres, le RHDP tend à aligner les positions législatives avec les orientations de l'exécutif, tandis que l'opposition politique a peu de latitude pour se faire entendre autrement que dans les médias.

PARTIS	RHDP (RDR+UDPCI)	Indépen- dants	PDCI	FPI	UCI	TOTAL
Assemblée Nationale (nombre)	<b>133</b>	76	40	3	3	255
Sénat (nombre)	<b>50+33=83</b>	16	0	0	0	99
Assemblée Nationale (%)	<b>52,1%</b>	29,8%	15,7%	1,2%	1,2%	100,0%
Sénat (%)	<b>83,8%</b>	16,2%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

**La qualité de la justice s'améliore, quand bien même cette tendance ne serait pas pleinement perçue par la société civile, tant les critiques restent sévères à l'encontre de l'institution judiciaire.** Comme l'indique le graphique ci-dessous (qui rend compte de l'évolution de l'indice de l'état de droit), la Côte d'Ivoire s'est hissée à la troisième place dans la sous-région de l'UEMOA en quinze ans, en partant de la dernière place en 2002. Pourtant, cette trajectoire positive ne semble pas immuniser la justice ivoirienne contre les critiques récurrentes dont elle est l'objet. Ce qui est très certainement frustrant pour les populations, qui ne manquent pas d'en faire part dans les médias et sur les réseaux sociaux, c'est que l'amélioration très patente entamée en 2011 se soit ralentie depuis 2015. 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. Une inversion de la trajectoire ne peut être exclue en fonction des scénarios post-électoraux de 2020.



## Propension aux chocs ponctuels

- Les principaux risques de combustion de la notation sont essentiellement internes

Ces chocs seraient potentiellement subséquents à l'échec de la transition politique prévue à moyen terme. WARA quantifie les risques de combustion de la notation souveraine ivoirienne de la manière suivante :

RISQUES PONCTUELS	INTENSITE A PRIORI	COMMENTAIRES
Sanitaires, épidémiques, pandémiques	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 la Côte d'Ivoire. La crise du COVID-19 n'a fait que 137 victimes en Côte d'Ivoire au 29 décembre 2020.
Écologiques, naturels et climatiques	Faible	Le pays dispose d'un territoire vaste. Par conséquent, il est peu probable qu'un ou plusieurs événements de ce type, même intenses, puissent l'affaiblir au point de saper sa notation.
Terroristes	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	Moyenne à élevée	La notation souveraine est dépendante du succès de la transition politique à moyen terme et de son corollaire, à savoir une alternance pacifiée du pouvoir entre les différentes sensibilités qui composent et animent la vie politique ivoirienne
Sécuritaires externes	Faible	La Côte d'Ivoire entretient de bonnes relations avec ses voisins, sans contentieux significatifs avec les Etats limitrophes. Les risques de débordement djihadistes en provenance du Burkina Faso ou du Mali sont faibles, compte tenu du fait que dans ces pays, la menace se situe plus au nord.

WARA

## Facteurs conjoncturels

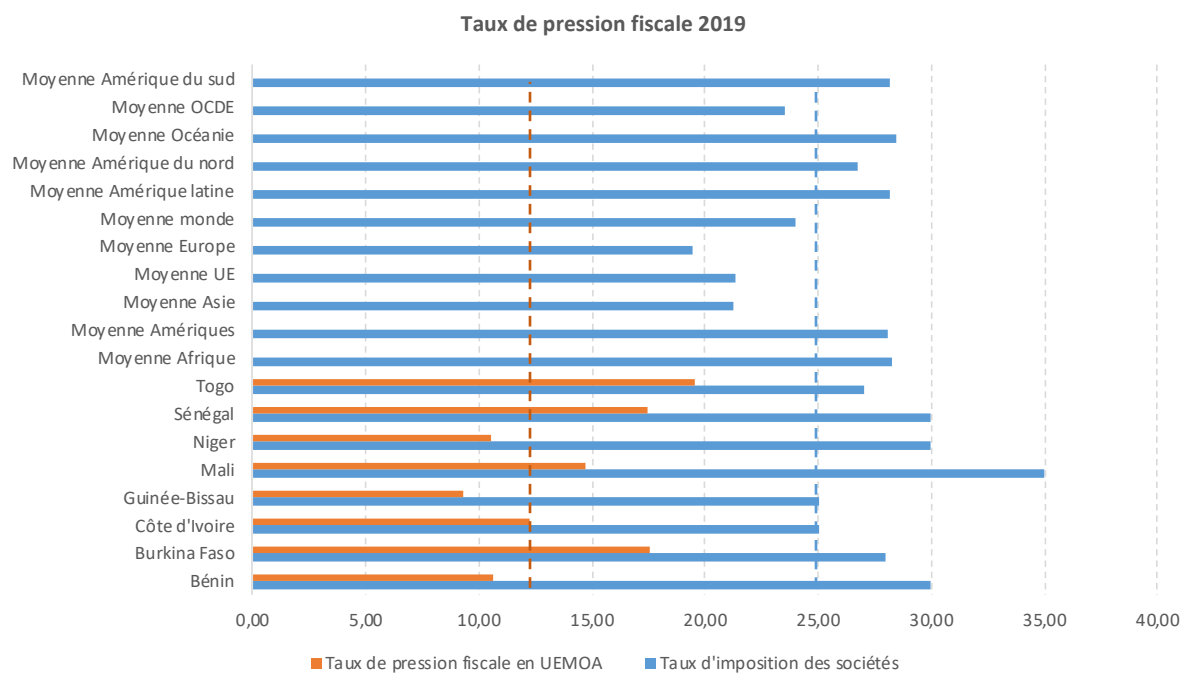
### Situation et politique budgétaires

- Le déficit budgétaire est d'autant moins pénalisant que l'assiette fiscale s'élargit et que le poids relatif des dépenses d'investissement devrait commencer à refluer à moyen terme

**Quand bien même les recettes fiscales se seraient améliorées et que cette tendance devrait se poursuivre, le budget est amené à rester déficitaire tant d'importantes dépenses d'investissement public seront engagées pour soutenir la croissance.** Comme le montre le graphique ci-dessous, le déficit budgétaire se maintient entre 4,0% et 4,5% du PIB depuis 2016, et devrait continuer à afficher les mêmes ordres de grandeur jusqu'aux élections de 2020. Cet état de fait est le résultat d'un effort d'investissement public considérable, ce qui amène WARA à en déduire que le solde budgétaire n'est pas un facteur négatif de notation ; au contraire, l'investissement renforce la capacité de l'Etat à fournir les conditions de la création de richesses et d'emplois, donc de recettes fiscales futures. De plus, les autorités ont réussi à ramener ce déficit en dessous de la barre des 3% en 2019. En revanche, en raison de la crise liée à la COVID-19, le déficit devrait se creuser à -5,2% du PIB sur 2020. WARA considère que ce dérapage sur 2020 est strictement conjoncturel, étant le résultat : (i) d'un manque à gagner en termes de recettes fiscales ; et (ii) de la hausse des dépenses de santé et des mesures visant à soutenir les secteurs touchés et le revenu des ménages les plus vulnérables.

	2017	2018	2019	2020 (est)
Solde budgétaire global	-4,20%	-4,00%	-2,30%	-5,20%

**La Côte d'Ivoire reste loin de son potentiel fiscal.** C'est un facteur positif de notation, en ce sens que l'Etat ivoirien dispose d'une marge de manœuvre importante pour la collecte de futures recettes supplémentaires en jouant tant sur le taux que sur l'assiette des contributions et l'effort de recouvrement. Au demeurant, l'Etat bénéficie déjà de l'élargissement de l'assiette fiscale, une tendance qui devrait perdurer à l'avenir. En termes de taux, comme le suggère le graphique ci-dessous, les sociétés ivoiriennes sont imposées à 25% de leurs bénéfices, contre 28% en moyenne en Afrique. En outre, le taux de pression fiscale tel que défini par l'UEMOA est de 12,2% en 2019 en Côte d'Ivoire (contre 15,4% en 2018), loin des 20% prescrit par l'organisation ouest-africaine. Historiquement, environ 20% des plus grandes entreprises ivoiriennes contribuent à hauteur de 80% de l'impôt sur les sociétés, sans compter que de nombreux acteurs du secteur informel sont incités à se « formaliser ». Enfin, 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.



**Une politique budgétaire clairement keynésienne est forcément limitée dans le temps.**

La Côte d'Ivoire est en phase de construction de son potentiel agro-industriel et infrastructurel futur ; pour cela, une politique budgétaire volontariste et expansionniste 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 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 PND 2016-2020, il est attendu que l'effort d'investissement se rétracte, et avec lui les dépenses budgétaires, ce qui devrait faire converger le solde budgétaire vers la norme de l'UEMOA et de la CEDEAO, fixée à 3%. WARA intègre dès à présent cette trajectoire fiscale de long terme dans sa note de « A » assignée à la République de Côte d'Ivoire.

## 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. La BCEAO n'a pas modifié son taux le guichet périodique (maintenu à 2,5%) mais a ramené le taux du prêt marginal à 4,0% le 24 juin 2020 (contre 4,5% précédemment), contribuant ainsi au resserrement du gap de taux avec la BCE. L'inflation étant très modérée (2,3% au maximum en Côte d'Ivoire jusqu'en 2020), ce réalignement 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 ivoirienne était nulle, malgré le dynamisme de la dépense publique, l'afflux d'IDE et une vitalité économique soutenue. Il est vrai que depuis trois 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 de la Côte d'Ivoire, cet état de fait est plutôt favorable : en effet, les enjeux de stabilité sociale interne, qui passent aussi par une protection du pouvoir d'achat, l'emportent aujourd'hui sur les performances 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 ivoirienne devrait fluctuer dans un corridor compris entre 0,2% et 2,3% entre 2019 et 2021, facilitant ainsi le calibrage des politiques conjoncturelles. Enfin, et c'est un élément positif, les passifs contingents de l'Etat à l'égard du système bancaire sont faibles, tant le taux de crédit bancaire à l'économie demeure limité (quoiqu'en croissance soutenue) et que la situation du système financier ivoirien est globalement saine (à l'exception d'un nombre limité de banques publiques).

W A R A

## Etat de la balance des paiements

- Les équilibres externes sont protégés

**Le rebond économique a dynamisé les importations, ce qui comprime l'excédent commercial ; au total, le compte courant reste faiblement déficitaire, une tendance qui devrait se confirmer à moyen terme. C'est un facteur très positif de notation.** Le coût marginal des imports a baissé, mais les volumes sont sur une tendance haussière. Un effet de compensation provient de la bonne tenue des performances du secteur du cacao sur la longue période, malgré quelques épisodes de volatilité des récoltes et des prix mondiaux. En définitive, la croissance des exportations de matières premières devrait rester stable. En matière de services, la Côte d'Ivoire devrait continuer à enregistrer un solde très largement défavorable, ce qui est et restera un élément négatif de la notation souveraine. Le solde de la balance des capitaux est lui aussi structurellement négatif à mesure que les multinationales actives en Côte d'Ivoire rapatrient une partie de leurs profits, marginalement compensé par le solde des transferts, amplifiés par les aides extérieures. Au total, le solde du compte courant devrait rester faiblement déficitaire, sans peser de manière dirimante sur l'accumulation des précieuses réserves de change au pot commun sous régional, administré par la BCEAO. A fin mars 2020, la couverture des importations par les réserves ressortait à 6,3 mois, ce qui est très satisfaisant et au-delà de la norme de la CEDEAO de 3 mois.

	2017	2018	2019	2020 (est)
Réserves de change en mois d'importations	4,2x	4,7x	5,7x	6,3x

**Dans cette perspective, WARA note que la flexibilité externe de la Côte d'Ivoire s'est améliorée de manière substantielle au cours des cinq dernières années, ce qui est un facteur favorable à la notation du souverain ivoirien.** Cela n'est évidemment pas étranger à l'abandon de créances orchestré par le Club de Paris, la France, le FMI et la Banque Mondiale, renforçant mécaniquement la position en liquidité externe de l'Etat ivoirien, et réduisant du même coup les risques de non-transfert. Le solde des réserves de change devrait rester suffisant pour honorer la dette externe des 8 Etats 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 en Côte d'Ivoire.

**Dans l'hypothèse où la réforme du secteur primaire est un succès, la compétitivité agro-industrielle de la Côte d'Ivoire pourrait être renforcée à moyen terme et, dans son sillage, le solde courant et la position externe pourraient s'améliorer de manière marquée.** Il est sans doute encore trop tôt pour mesurer quantitativement l'effet que peuvent avoir les deux PND sur les équilibres extérieurs et, in fine, sur la notation, mais WARA estime qu'une telle politique 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 de Côte d'Ivoire.

## STATISTIQUES MACROECONOMIQUES

INDICATEURS	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Réel	Réel	Réel	Réel	Réel	Attendu
<b>Production</b>						
PIB (en milliards de FCFA)	27 086,2	28 423,9	29 955,0	32 063,0	34 447,0	32 855,4
Variation du PIB nominal (%)	10,6	4,9	5,4	7,0	7,4 -	4,6
Variation du PIB réel (%)	8,8	7,2	7,4	6,8	6,9 -	3,5
Variation du déflateur du PIB (%)	1,8 -	2,2 -	2,0	0,2	0,6 -	1,1
Inflation (%)	1,3	0,7	0,7	0,6	0,8	2,2
Population (millions)	23,2	23,8	24,4	25,1	25,7	26,4
PIB par habitant (FCFA)	1 165 999	1 193 277	1 225 906	1 278 939	1 339 829	1 245 466
PIB par habitant (US\$)	1 971	2 012	2 106	2 302	2 286	2 161
<b>Secteur extérieur (en milliards de FCFA)</b>						
Exportation FOB	7 409,6	6 990,9	7 464,8	7 245,0	8 099,0	5 691,1
Importations FOB	6 869,1	6 514,9	7 075,6	7 400,0	7 607,9	6 882,0
Solde de la balance commerciale	540,5	476,0	389,3 -	155,0	491,1 -	1 190,9
Solde du compte courant	- 120,5 -	- 256,3 -	- 568,1 -	- 1 122,5 -	- 790,0 -	- 1 188,2
Solde du compte courant % PIB	- 0,4 -	- 0,9 -	- 1,9 -	- 3,5 -	- 2,3 -	- 3,6
Avoirs extérieurs (en mois d'importations)	4,8	4,4	4,2	4,7	5,7	6,3
<b>Finances publiques (en milliards de FCFA)</b>						
Recettes budgétaires	3 909,5	4 176,6	4 523,4	4 764,1	5 158,5	4 645,6
dont recettes fiscales	2 954,9	3 352,6	3 648,3	3 967,1	4 425,5	3 965,6
dont recettes non-fiscales	954,6	824,0	875,1	797,0	733,0	680,0
Dépenses budgétaires	- 4 321,8 -	- 5 340,5 -	- 5 770,3 -	- 6 033,6 -	- 5 943,8 -	- 6 339,3
Solde budgétaire	- 412,3 -	- 1 163,9 -	- 1 246,9 -	- 1 269,5 -	- 785,3 -	- 1 693,7
<b>Finances publiques (% PIB)</b>						
Recettes budgétaires	14,4	14,7	15,1	14,9	15,0	14,1
dont recettes fiscales	10,9	11,8	12,2	12,4	12,8	12,1
dont recettes non-fiscales	3,5	2,9	2,9	2,5	2,1	2,1
Dépenses budgétaires	- 16,0 -	- 18,8 -	- 19,3 -	- 18,8 -	- 17,3 -	- 19,3
Solde budgétaire	- 1,5 -	- 4,1 -	- 4,2 -	- 4,0 -	- 2,3 -	- 5,2
<b>Dettes publiques</b>						
Dettes publiques % PIB	29,2	31,7	33,5	36,0	38,8	45,4
dont dette intérieure % PIB	12,6	14,2	14,3	12,5	12,9	18,7
dont dette extérieure % PIB	16,6	17,5	19,3	23,7	25,7	32,7
Dettes publiques (en milliards FCFA)	7 914,8	9 023,2	10 045,1	11 607,8	13 300,2	16 902,3
dont dette intérieure (en milliards FCFA)	3 425,7	4 049,0	4 275,1	3 994,4	4 432,7	6 145,6
dont dette extérieure (en milliards FCFA)	4 489,1	4 974,2	5 770,0	7 613,4	8 867,5	10 756,7
Intérêts dus (en milliards de FCFA)	301,2	366,9	400,4	455,0	556,4	746,0
Intérêts dus % PIB	1,1	1,3	1,3	1,4	1,6	2,3
Intérêts dus % recettes budgétaires	7,7	8,8	8,9	9,6	10,8	16,1
Intérêts dus % exportations	4,1	5,2	5,4	6,3	6,9	13,1
Service de la dette extérieure (en milliards de FCFA)	264,0	333,0	556,2	610,2	1 583,7	763,8
Service de la dette extérieure % PIB	1,0	1,2	1,9	1,9	4,6	2,3
Service de la dette extérieure % recettes budgétaires	6,8	8,0	12,3	12,8	30,7	16,4
Service de la dette extérieure % exportations	3,6	4,8	7,5	8,4	19,6	13,4
<b>Situation monétaire</b>						
Masse monétaire (en milliards de FCFA)	7 087,8	7 870,8	9 007,0	10 080,0	10 998,0	11 813,0
Avoirs extérieurs nets (en milliards de FCFA)	3 323,2	3 070,8	3 381,4	3 613,8	4 332,5	3 900,8
Crédit intérieur (en milliards de FCFA)	5 911,6	6 783,6	7 963,9	9 397,4	10 929,2	12 186,0
Masse monétaire % PIB	26,2	27,7	30,1	31,4	31,9	36,0
Avoirs extérieurs nets % PIB	12,3	10,8	11,3	11,3	12,6	11,9
Crédits à l'économie % PIB	21,8	23,9	26,6	29,3	31,7	37,1
<b>Investissement</b>						
Investissement (en milliards de FCFA)	6 408,2	6 117,4	6 027,5	7 157,0	7 901,1	7 681,2
Investissement (en % PIB)	23,7	21,5	20,1	22,3	22,9	23,4
<b>Convergence</b>						
Solde budgétaire % PIB	- 1,5 -	- 4,1 -	- 4,2 -	- 4,0 -	- 2,3 -	- 5,2
Inflation %	1,3	0,7	0,7	0,6	0,8	2,2
Masse salariale publique / Recettes fiscales	48,7	43,2	41,5	41,5	40,5	45,6
Dettes publiques % PIB	29,2	31,7	33,5	36,0	38,8	45,4
Taux de pression fiscale %	12,6	14,3	15,5	16,2	12,2	12,5



W A R A

© 2020 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.