



ÉTUDES DE LA DGSF

Note N° 02/2025

Dissimulation de la dette et du déficit publics : une analyse comparative

Mars 2025

2025

UNE ÉTUDE DE LA DGSF

Analyse réalisée par la Direction Générale du Secteur Financier, chargée de la régulation et de la supervision du secteur financier sénégalais.

Sommaire

Introduction	3
I. Evolution du solde budgétaire (% du PIB) des pays comparateurs.....	3
II. Evolution de la dette publique (% du PIB) des pays comparateurs.....	5
III. Conséquences de la dissimulation de la dette publique : cas du Mozambique et de la République Démocratique du Congo	7
IV. Conséquences sur les Eurobonds du Sénégal	8
Conclusion.....	10

Introduction

Les faillites souveraines et la manipulation des comptes publics sont des phénomènes aux conséquences dramatiques sur l'économie nationale, érodant la confiance des citoyens, des investisseurs privés ainsi que celle des Partenaires techniques et financiers (PTF). Plusieurs pays ont connu des crises financières majeures, soit en raison d'un endettement excessif, soit par une mauvaise gestion budgétaire, souvent accompagnée d'une opacité dans la communication des finances publiques.

Des exemples emblématiques, comme l'Argentine (2001, 2014, 2020), la Grèce (2010-2015), le Liban (2020) ou le Venezuela (2017-2020), illustrent comment des politiques économiques mal maîtrisées peuvent conduire à un effondrement financier, avec des répercussions sociales et politiques majeures. Certains gouvernements ont tenté de masquer la réalité en sous-évaluant leurs déficits ou en dissimulant l'ampleur réelle de leur dette. En avril 2016, le Mozambique avait reconnu avoir dissimulé près d'un milliard de dollars de dettes au Fonds Monétaire International (FMI). En outre, le FMI a confirmé en août 2017 que le Congo-Brazzaville lui avait caché une partie de sa dette.

Le 12 février 2025, la Cour des Comptes du Sénégal a publié un audit sur la situation des finances publiques, au titre des gestions de 2019 au 31 mars 2024. Cet audit s'inscrit dans le cadre de la loi n°2012-22 du 27 décembre 2012 portant Code de Transparence dans la Gestion des Finances publiques, qui en son point 1.7 dispose : « dans les trois mois suivant chaque nouveau mandat présidentiel, la situation globale des finances publiques et en particulier la situation du budget de l'Etat et de son endettement fait l'objet d'un rapport préparé par le Gouvernement. Ce rapport, audité par la Cour des Comptes, est publié dans les trois mois suivants ».

Cet audit révèle des irrégularités majeures, des dettes non comptabilisées et des pratiques financières opaques ayant lourdement pesé sur les finances de l'Etat. A titre illustratif, le niveau d'endettement et le déficit budgétaire rapportés au PIB se sont établis respectivement à 99,67 % et 12,30 % en 2023, alors qu'ils étaient initialement annoncés à 74,41 % et 4,90 %. Face à cette situation inédite, des solutions adaptées doivent être envisagées.

La présente note a pour ambition de réaliser une analyse comparative des pays ayant connu des dissimulations des comptes publics. Les cas examinés sont notamment ceux de la Grèce, du Mozambique et de la République du Congo.

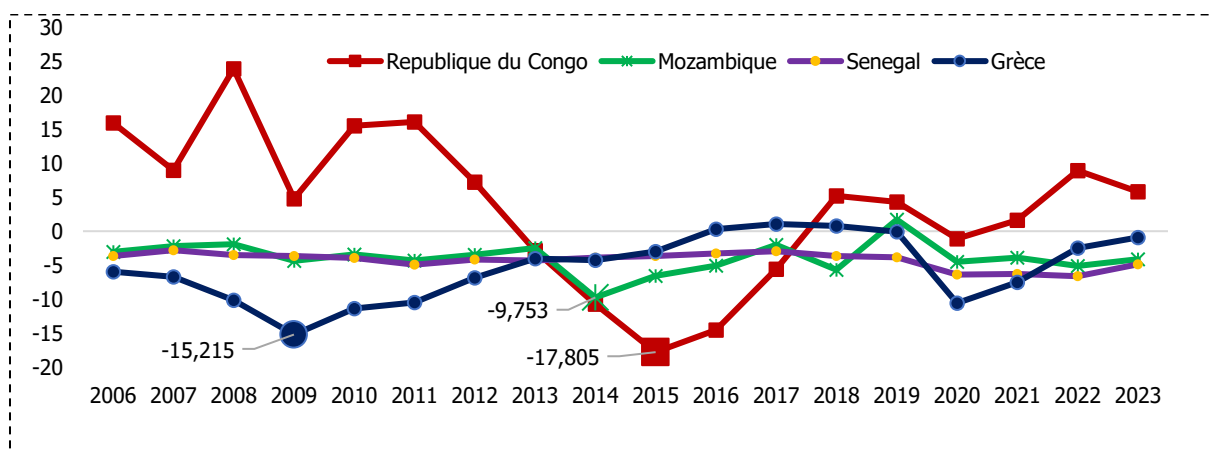
I. Evolution du solde budgétaire (% du PIB) des pays comparateurs

Le graphique 1 illustre l'évolution du solde budgétaire global (en pourcentage du PIB) de la République du Congo, du Mozambique, du Sénégal et de la Grèce entre 2006 et 2023. Une analyse approfondie des fluctuations permet d'identifier des périodes correspondant à des pratiques de dissimulation des déficits publics, caractérisées par des révisions brutales ou des écarts soudains.

La République du Congo présente des variations extrêmes, qui suggèrent des irrégularités dans la gestion budgétaire. Entre 2008 et 2009, le solde budgétaire plonge pour atteindre environ -4,8 % du PIB en 2009, ce qui pourrait résulter d'une réévaluation tardive de dépenses

cachées. Une situation similaire se produit en 2014-2015, où le déficit atteint un niveau critique d'environ -17,8 % avant de se stabiliser progressivement.

Figure 1: Evolution du Solde budgétaire global (% PIB)



Source : FMI, calculs DGSF

Ces fluctuations peuvent indiquer des pratiques de sous-estimation du déficit public dans les années précédentes, suivies d'une correction forcée par des institutions financières ou des bailleurs de fonds. La période 2018-2019 a été marquée par un excédent du solde budgétaire. **Cette évolution est liée à un accord conclu avec le FMI pour un programme d'ajustement économique en échange d'un engagement du Congo à améliorer la transparence budgétaire et à réformer la gestion des finances publiques.** Parmi les mesures mises en place figuraient une meilleure gestion des recettes pétrolières et une réduction des dépenses publiques afin de limiter le déficit. Malgré ces efforts, la situation financière du pays reste fragile.

La Grèce, quant à elle, connaît une chute dramatique de son solde budgétaire en 2009, atteignant environ -15,2 % du PIB. Cette année coïncide avec la révélation des manipulations comptables des finances publiques grecques. Cette révélation a déclenché une crise de la dette souveraine, obligeant la Grèce à accepter l'intervention de l'Union européenne et du FMI à travers **trois plans de sauvetage** totalisant 289 milliards d'euros entre 2010 et 2015 (FMI, 2015). Les conséquences ont été dramatiques : le PIB a chuté de 25 % entre 2008 et 2016, et le chômage a atteint un pic de 27,5 % en 2013 (Banque mondiale, 2017). Après 2010, le solde budgétaire reste plus stable, probablement sous l'effet des réformes et du contrôle strict des institutions internationales.

Le Mozambique présente une évolution plus modérée, mais des anomalies apparaissent en 2014 où le déficit a atteint 9,8% du PIB. Cette année correspond au scandale des dettes cachées, où des prêts non déclarés ont été découverts, affectant la transparence budgétaire du pays. Une réévaluation des comptes publics aurait pu entraîner une correction visible sur le graphique. Cette période est marquée par une forte perte de confiance des bailleurs de fonds et une révision des déficits déclarés.

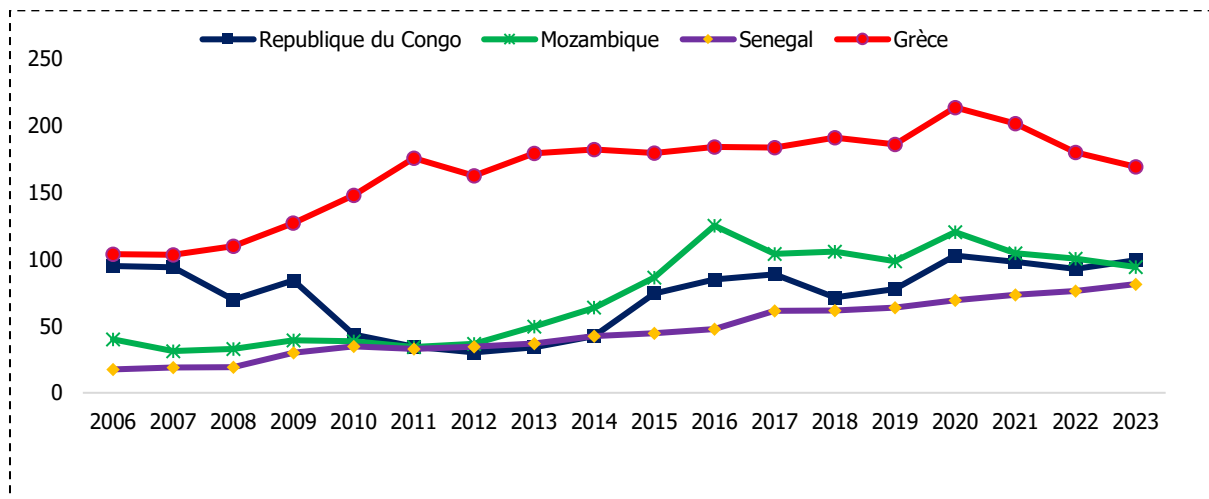
Le Sénégal, en revanche, affiche une trajectoire relativement stable, avec des déficits modérés oscillant autour de -3 % à -5 % du PIB. Toutefois, l'audit des finances publiques a révélé un

déficit public atteignant 12,30 % du PIB en 2023 contre 4,9% du PIB initialement annoncé. Ce décalage s'explique par des irrégularités et des dettes non comptabilisées.

II. Evolution de la dette publique (% du PIB) des pays comparateurs

Le graphique 2 montre l'évolution de la dette publique (en % du PIB) de la République du Congo, du Mozambique, du Sénégal et de la Grèce entre 2006 et 2023. En analysant les tendances et les pics, certaines anomalies peuvent indiquer des périodes de dissimulation de dettes publiques, souvent suivies d'une correction brutale.

Figure 2: Evolution de la dette publique (% PIB)



Source : FMI, calculs DGSF

La courbe de la Grèce affiche une augmentation progressive de la dette publique à partir de 2009, culminant autour de 2011-2012 avec des niveaux avoisinant en moyenne les 170 % du PIB. Cette période coïncide avec la révélation des manipulations comptables et des dissimulations de dettes antérieures.

Le FMI (2010) a confirmé que la Grèce avait manipulé ses données économiques pour cacher l'ampleur réelle de son déficit et de sa dette. En effet, le pays avait accumulé des dettes importantes en dehors de ses bilans officiels, notamment via des partenariats public-privé et des swaps de devises (BCE, 2012). La Cour des comptes européenne (2011) a également mis en lumière l'exclusion des dettes des entreprises publiques et des passifs liés aux retraites des chiffres officiels, **ce qui a gravement compromis la crédibilité de la Grèce sur les marchés financiers.**

Cette annonce a provoqué une perte de confiance massive des investisseurs, entraînant une forte hausse des rendements des obligations grecques. Les rendements des obligations à 10 ans sont passés de 5 % en 2009 à 12 % en 2010, tandis que les spreads (écarts de rendement) par rapport aux obligations allemandes (Bund) ont explosé, atteignant plus de 1 000 points de base (10 %) (FMI, 2010). **La Grèce a été pratiquement exclue des marchés financiers, car les taux d'emprunt étaient devenus insoutenables.**

La dette est restée à un niveau très élevé jusqu'en 2020, reflétant les difficultés structurelles du pays à maîtriser son endettement après la révélation du scandale. Toutefois, elle demeure

stable sous l'effet de l'intervention des institutions européennes et de la mise en place des mesures d'austérité.

Le Mozambique a connu une envolée remarquable de sa dette à partir de 2014, atteignant un pic à près de 125 % du PIB en 2016, avant de diminuer graduellement. Ce bond soudain coïncide avec la révélation du scandale des dettes cachées en 2016, lorsque des prêts non déclarés garantis par l'État, estimés à plus de 2 milliards de dollars, ont été découverts. Ces prêts, initialement dissimulés des statistiques officielles, ont finalement dû être reconnus, gonflant le ratio d'endettement public. Lorsque ces dettes sont rendues publiques, les investisseurs perdent confiance, et **le Mozambique fait défaut sur sa dette souveraine** (FMI, 2016 ; Banque Mondiale, 2017).

En outre, les dettes hors-bilan, soudainement révélées, ont impacté sévèrement les indicateurs macroéconomiques. La crise a entraîné une **suspension de l'aide internationale**, aggravant les difficultés économiques du pays. L'inflation a fortement augmenté, atteignant 17,42 % en 2016, et la monnaie nationale (le metical) a perdu une grande partie de sa valeur face au dollar. Le pays a dû restructurer sa dette dans un contexte de récession et de méfiance des créanciers (Banque du Mozambique, 2017).

En République du Congo, la trajectoire de la dette publique montre une tendance baissière entre 2006 et 2014, passant de 94,7 % du PIB à 42,4 % du PIB. Cependant, à partir de 2015, une hausse marquée se produit, menant à une dette proche de 100 % du PIB en 2017, avant de se stabiliser autour de ce niveau. Cette explosion soudaine coïncide à des engagements financiers non déclarés et un manque de transparence budgétaire. La révélation de cette dette a entraîné une perte de confiance des investisseurs, une dégradation de la note souveraine et une suspension des négociations avec le FMI, alors que la chute des prix du pétrole (2014-2016) a aggravé la crise budgétaire. Face à cette situation, **le pays a dû négocier un accord avec le FMI en 2019, conditionné à des réformes visant à améliorer la transparence et à restructurer la dette**. Malgré ces efforts, la dette publique reste élevée, représentant 99 % du PIB en 2023, illustrant la fragilité financière persistante du pays.

Au Sénégal, l'audit des finances publiques a révélé une dette publique atteignant 99,67 % du PIB en 2023 contre 81,20 % du PIB selon le FMI avant l'audit. Ce décalage s'explique par des irrégularités et des dettes non comptabilisées.

Le pic de la dette publique du Sénégal en 2023 (99,67 % du PIB contre 81,20 % selon le FMI avant l'audit) met en évidence une sous-estimation similaire à celles observées dans d'autres pays. La Grèce a atteint environ 175 % du PIB en 2011, conséquence des manipulations comptables révélées et des crises successives de la zone euro. La République du Congo, après la découverte de dettes cachées en 2017, a vu sa dette avoisinant les 90 % du PIB, provoquant une crise de confiance et une dégradation de sa note souveraine. Si le Sénégal présente un niveau de dette inférieur à la Grèce et au Mozambique, l'ampleur de l'écart entre sa dette déclarée et réelle (plus de 18 points de pourcentage du PIB) pourrait **entraîner un risque comparable à celui du Congo et du Mozambique**, où de telles dissimulations ont mené à des crises économiques et financières majeures.

III. Conséquences de la dissimulation de la dette publique : cas du Mozambique et de la République Démocratique du Congo

En 2016, la dette cachée du Mozambique était liée à des prêts secrets contractés par des entreprises publiques entre 2013 et 2014, garantis par le gouvernement. Ces prêts étaient destinés à financer des projets de pêche et de sécurité maritime, mais une grande partie des fonds a été détournée ou mal utilisée. La révélation de cette dette a provoqué une crise de confiance et une crise économique majeure, avec comme conséquences principales :

- **la suspension de l'aide internationale** : le FMI a immédiatement suspendu son programme de soutien financier au Mozambique en avril 2016, après la découverte de la dette cachée. D'autres bailleurs de fonds, comme la Banque mondiale et des pays donateurs (notamment le Royaume-Uni), ont également gelé leur aide budgétaire, ce qui a privé le Mozambique de ressources cruciales. Le FMI a exigé un audit indépendant de la dette cachée et des réformes structurelles pour améliorer la transparence et la gouvernance ;
- **une crise économique et financière** : la révélation de la dette cachée a entraîné une dépréciation rapide de la monnaie locale (le metical) et une inflation galopante. Les réserves de change du pays se sont effondrées, rendant difficile l'importation de biens essentiels ;
- **la dégradation de la notation souveraine** : les agences de notation ont dégradé la note de crédit du Mozambique, le plaçant en défaut de paiement technique. Cela a rendu l'accès aux marchés internationaux de capitaux presque impossible. Le Mozambique a été exclu des marchés financiers internationaux pendant plusieurs années, jusqu'à ce qu'il engage des négociations de restructuration de sa dette avec ses créanciers ;
- **un défaut de paiement** : en 2017, le Mozambique a officiellement fait défaut sur sa dette souveraine, car il n'était plus en mesure de rembourser ses créanciers ;
- **un impact social** : la crise économique a entraîné une réduction des dépenses publiques, affectant les secteurs de la santé, de l'éducation et des infrastructures. Le chômage et la pauvreté ont augmenté, exacerbant les tensions sociales ;
- **des enquêtes et scandales de corruption** : la dette cachée a révélé des cas de corruption et de mauvaise gestion au plus haut niveau de l'État. Des enquêtes internationales ont été lancées, notamment par le département de la Justice des États-Unis, pour examiner les détournements de fonds et les pots-de-vin impliquant des responsables mozambicains et des entreprises étrangères ;
- **la perte de confiance des investisseurs** : la réputation du Mozambique en tant que destination d'investissement a été gravement endommagée, ce qui a ralenti les projets d'exploitation des ressources naturelles (comme les gisements de gaz naturel offshore).

En 2017, la République du Congo (Congo-Brazzaville) avait accumulé une dette publique importante, dont une partie était dissimulée, notamment des prêts liés à des accords pétroliers avec des entreprises. Cette dette cachée a été estimée à plusieurs milliards de dollars, ce qui a considérablement alourdi le fardeau de la dette du pays. Cette situation a débouché sur les principales conséquences suivantes :

- **une crise économique et financière** : la révélation de cette dette cachée a exacerbé les difficultés économiques du Congo, déjà fragilisé par la chute des prix du pétrole (sa principale source de revenus). Le pays a été confronté à des problèmes de liquidité, une baisse des réserves de change, et des difficultés à honorer ses obligations de dette ;
- **une suspension des programmes avec le FMI** : le FMI a suspendu ses discussions avec le Congo en raison du manque de transparence sur la dette et des désaccords sur les réformes économiques nécessaires. Sans l'appui du FMI, le Congo a eu du mal à obtenir des financements internationaux et à rétablir la confiance des investisseurs ;
- **une dégradation de la notation souveraine** : les agences de notation ont dégradé la note de crédit du Congo, ce qui a augmenté le coût de l'emprunt sur les marchés internationaux ;
- **une pression sur les finances publiques** : le gouvernement a dû réduire ses dépenses publiques, ce qui a affecté les services sociaux et les infrastructures, aggravant les conditions de vie de la population ;
- **des négociations de restructuration de la dette** : le Congo a dû engager des négociations complexes avec ses créancier pour restructurer sa dette. Ces négociations ont été longues et difficiles, retardant la reprise économique ;
- **un impact social** : la crise a entraîné une augmentation du chômage, une baisse des salaires et une détérioration des services publics, ce qui a alimenté le mécontentement social.

IV. Conséquences sur les Eurobonds du Sénégal

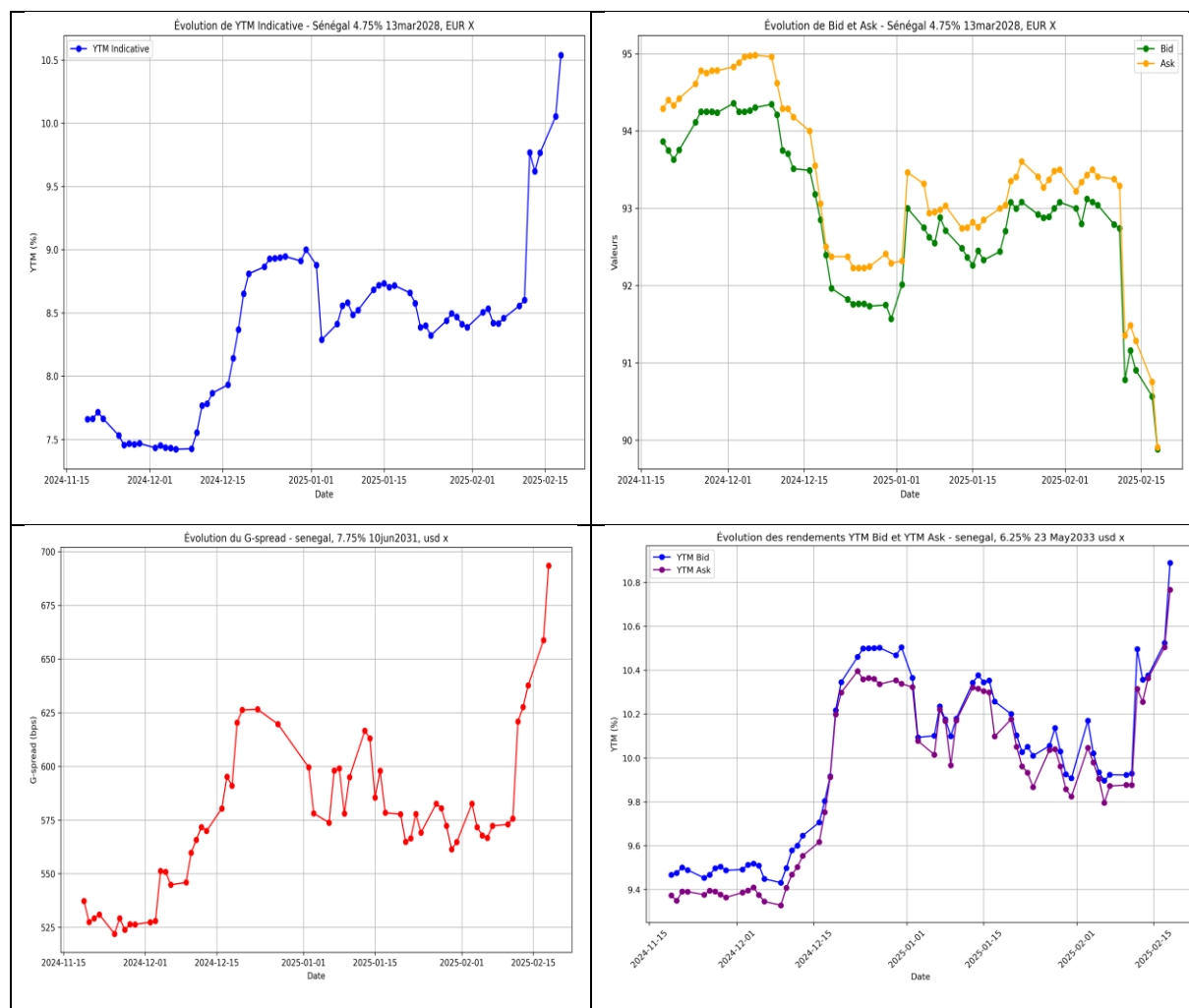
La publication du rapport de la Cour des comptes intitulé « Audit du rapport sur la situation des finances publiques – gestion de 2019 au 31 mars 2024 » n'est pas sans conséquences sur l'économie sénégalaise, notamment le marché des Eurobonds du Sénégal qui arriveront à maturité dans 10 ans (Figure 3).

Avant le 12 février 2025, date de publication du rapport de la Cour des Comptes, les prix des obligations de l'Etat du Sénégal étaient relativement stables (Bid & Ask), avec un rendement autour de 8,5% et des cours autour de 93,000% de leur valeur nominale, indiquant une confiance modérée des investisseurs. Néanmoins, après l'annonce de la dette non déclarée, les prix du côté des acheteurs (Bid) et vendeurs (Ask) ont commencé à chuter indiquant que les investisseurs sont moins enclins à acheter et à garder les obligations du Sénégal. En effet, le cours du côté des acheteurs est passé de 91,16% le 13 février 2025 à 89,882% le 18 février alors que le cours du côté des vendeurs est de 89,906% contre 91,486%. Cette situation traduit une perte de confiance des investisseurs.

L'écart entre les prix acheteur et demandeur observé sur toute la période traduit une incertitude accrue sur le marché. A cet effet, il est noté une hausse significative du *yield to maturity* (YTM) ou rendement exigé à échéance à compter du 12 février 2025. Les investisseurs perçoivent un risque plus élevé des Eurobonds sénégalais à la suite de la sortie du rapport de la Cour des Comptes. A cet effet, ils demandent une prime de risque plus élevée pour répondre à l'adjudication de l'Etat du Sénégal. **Dans ce sens, le Sénégal devra payer plus d'intérêts sur sa dette**, contraignant le budget de l'Etat et les investissements publics.

Ainsi, le rendement de l'obligation arrivant à échéance en 2028 est passé de 9,619% le 13 février 2025 à 10,538% le 18 février 2025.

Figure 3 : Evolutions des Eurobonds du Sénégal



Source : Cbonds, DGSF

En outre, le G-Spread était relativement stable avec de faibles fluctuations. Cela indiquait que le risque perçu du Sénégal était maîtrisé par les investisseurs. L'annonce de la dette non déclarée a eu comme conséquence une augmentation brutale du G-Spread, signe que les marchés ont réagi à la situation politique du Sénégal. Ainsi, le coût d'emprunt du Sénégal a augmenté, rendant les nouvelles émissions obligataires plus chères. Le 18 février 2025, le G-spread de l'Eurobond (pour l'obligation arrivant à échéance en juin 2031) a atteint la barre des 845 basis point, traduisant une hausse de 8,45% du rendement de l'Eurobond du Sénégal par rapport à l'Eurobond de référence. Pour la dette arrivant à maturité en mai 2033, les rendements ont également augmenté passant du côté des acheteurs de 10,357% le 13 février 2025 à 10,828% le 18 février 2025 et du côté des vendeurs de 10,256% à 10,828%.

Cette hausse prolongée du YTM a entraîné une baisse de la notation financière crédit à long terme du Sénégal, par l'agence de notation S&P Global Ratings, passant de « B+ » à « B », avec perspective négative, tout en maintenant la note de crédit souveraine à court terme à « B ». Cette notation intervient quelques jours après celle de l'agence de notation financière

Moody's qui, le 21 février 2025, a abaissé la note de crédit à long terme en devises étrangères du Sénégal à B3 avec perspective négative.

Conclusion

La dette cachée peut avoir des conséquences désastreuses sur l'économie d'un pays, ses relations avec le FMI et sur sa population. Elle peut entraîner une crise financière, un défaut de paiement et une détérioration des conditions de vie de la population. Elle met également en lumière des problèmes de gouvernance, de transparence, de corruption et de mauvaise gestion.

Des réformes profondes et structurelles sont nécessaires dans ce genre de situation afin de rétablir la confiance des partenaires internationaux et des investisseurs d'une part, et d'éviter de futures crises d'autre part. Il s'agira notamment :

- de renforcer la transparence et la communication en : (i) menant un audit complet et indépendant de la dette publique, pour évaluer l'état réel de la dette et identifier d'éventuelles irrégularités, (ii) rendant publiques toutes les informations relatives à la dette, y compris les contrats d'emprunt, les conditions des prêts et les engagements contingents (par exemple, les garanties publiques accordées à des entreprises d'État ou privées) et (iii) informant régulièrement le public et les partenaires internationaux sur les résultats de l'audit et les mesures prises pour corriger les éventuels problèmes ;
- d'améliorer la gouvernance économique par : (i) un renforcement des institutions chargées de la gestion de la dette (comme la Direction de la Dette publique, le Comité national de la Dette publique (CNDP)), (ii) une adoption de lois encadrant la gestion de la dette publique, en fixant des limites claires à l'endettement et (iii) une implication de l'Assemblée nationale dans le suivi et l'approbation des politiques d'endettement, en garantissant un débat public sur les décisions financières ;
- de restaurer la confiance des marchés financiers en : (i) clarifiant les soupçons de dissimulation par des preuves tangibles et des raisons de toute opération financière opaque, (ii) élaborant une stratégie crédible pour réduire le niveau de la dette publique, en combinant une meilleure gestion des dépenses publiques et une augmentation des recettes fiscales et (iii) engageant un dialogue ouvert avec les créanciers bilatéraux et multilatéraux pour renégocier les termes de la dette si nécessaire, notamment en étalant les échéances ou en réduisant les taux d'intérêt.

La mise en œuvre cohérente et transparente de ces réformes permettra au Sénégal de rétablir la confiance des citoyens et des partenaires internationaux, tout en posant les bases d'une gestion saine et durable de la dette publique. La clé du succès réside dans la volonté politique de mener ces réformes et dans l'implication de toutes les parties prenantes (Gouvernement, Parlement, Société civile, Partenaires internationaux).